



ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ

Διπλωματική Εργασία

Η ΒΡΑΧΥΧΡΟΝΙΑ ΚΑΙ ΜΑΚΡΟΧΡΟΝΙΑ ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΩΝ ΑΡΧΙΚΩΝ
ΔΗΜΟΣΙΩΝ ΕΓΓΡΑΦΩΝ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1995-2009

του

ΜΕΤΑΞΑ ΑΝΕΣΤΗ

Υποβλήθηκε ως απαιτούμενο για την απόκτηση του μεταπτυχιακού διπλώματος στη
Λογιστική και Χρηματοοικονομική

Κατεύθυνση: Χρηματοοικονομική

Οκτώβριος 2010

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Στην παρούσα εργασία μελετάται η βραχυχρόνια και μακροχρόνια απόδοση των αρχικών δημόσιων εγγραφών στην Ελλάδα για την περίοδο 1995-2009, ενώ γίνεται και μια αναφορά στην “hot market” περίοδο του ελληνικού χρηματιστηρίου την περίοδο 1998-2000. Τα απαιτούμενα στοιχεία έχουν συγκεντρωθεί από το Χρηματιστήριο Αθηνών και τη βάση δεδομένων του Πανεπιστημίου Μακεδονίας.

Όσον αφορά το σκέλος της βραχυχρόνιας απόδοσης, αρχικά μελετώνται οι καθαρές απλές αποδόσεις των αρχικών δημόσιων εγγραφών για την πρώτη ημέρα εισαγωγής τους στο χρηματιστήριο και στη συνέχεια μελετώνται οι αποδόσεις τους σε σχέση με το γενικό δείκτη. Το αποτέλεσμα είναι πως παρατηρείται το φαινόμενο της υποτιμολόγησης των αρχικών δημόσιων εγγραφών. Η απλή μέση απόδοση υπολογίστηκε 39,82%, ενώ η επιπλέον του γενικού δείκτη απόδοση 39,79%.

Για τη μακροχρόνια απόδοση, μελετήθηκε η σωρευτική απλή απόδοση των αρχικών δημόσιων εγγραφών για 12, 24 και 36 μήνες και στη συνέχεια η σωρευτική επιπλέον του γενικού δείκτη απόδοση τους. Επιπλέον, χρησιμοποιήθηκε και η μέθοδος “buy and hold”. Συνολικά, φαίνεται πως οι αρχικές δημόσιες εγγραφές έχουν θετικές αποδόσεις για χρονικό ορίζοντα 12, 24 και 36 μηνών και αποδίδουν καλύτερα από το δείκτη. Διαχωρίζοντας όμως το μελετώμενο χρονικό διάστημα σε δύο υποπεριόδους, 1995-1999 και 2000-2009, καταλήγουμε πως αυτό ισχύει μόνο για την πρώτη υποπερίοδο, καθώς στη δεύτερη τα συμπεράσματα είναι τα αντίθετα.

Τέλος, θα πρέπει να σημειωθεί πως ελέγχεται η σημαντικότητα των αποτελεσμάτων για επίπεδο σημαντικότητας 5%.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Κεφάλαιο 1: Εισαγωγή	σελ. 1
Κεφάλαιο 2: Βιβλιογραφική Επισκόπηση	σελ. 3
2.1 Εισαγωγικά	σελ. 3
2.2 Υποτιμολόγηση των δημόσιων εγγραφών	σελ. 5
2.3 Περίοδοι Έξαρσης των Δημοσίων Εγγραφών (Hot Issue Markets)	σελ. 12
2.4 Η Μακροπρόθεσμη Απόδοση των Αρχικών Δημοσίων Εγγραφών	σελ. 13
2.5 Έρευνες στην Ελλάδα	σελ. 15
Κεφάλαιο 3: Εισαγωγή Στο Χρηματιστήριο Αθηνών:	
Διαδικασία Και Προϋποθέσεις	σελ. 17
3.1 Χρηματιστήριο Αθηνών και Όρια Διαπραγμάτευσης	σελ. 17
3.2 Προϋποθέσεις Εισαγωγής στο Χρηματιστήριο Αθηνών	σελ. 18
3.3 Διαδικασία Εισαγωγής στο Χρηματιστήριο με Δημόσια Εγγραφή	σελ. 20
3.4 Ανάδοχος	σελ. 23
Κεφάλαιο 4: Η Περίοδος 1995-2010 για το Ελληνικό Χρηματιστήριο	σελ. 25
Κεφάλαιο 5: Δεδομένα και Μεθοδολογία	σελ. 29
5.1 Δεδομένα	σελ. 29
5.2 Μεθοδολογία	σελ. 32
5.2.1 Υπολογισμός της Βραχυχρόνιας Απόδοσης των Αρχικών Δημοσίων Εγγραφών	σελ. 32
5.2.2 Υπολογισμός της Μακροχρόνιας Απόδοσης των Αρχικών Δημοσίων Εγγραφών	σελ. 35
Κεφάλαιο 6: Εμπειρικά Αποτελέσματα	σελ. 40
6.1 Η Βραχυχρόνια Απόδοση των Αρχικών Δημοσίων Εγγραφών	σελ. 40
6.2 Το Φαινόμενο των Περιόδων «Έξαρσης» των Αρχικών Δημοσίων Εγγραφών	σελ. 45

6.3 Η Μακροχρόνια Απόδοση	
των Αρχικών Δημόσιων Εγγραφών	σελ. 46
Κεφάλαιο 7: Περίληψη-Συμπεράσματα	σελ. 55
Βιβλιογραφία	σελ. 57
Παράρτημα	σελ. 61

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 1: Μελέτες σχετικές με την αρχική απόδοση των ΑΔΕ	σελ. 6
Πίνακας 2: Μελέτες σχετικά με τη μακροπρόθεσμη απόδοση των ΑΔΕ	σελ. 14
Πίνακας 3: Μελέτες σχετικά με τις ΑΔΕ στην Ελλάδα	σελ. 16
Πίνακας 4: Μέγιστη, ελάχιστη τιμή και απόδοση έτους γενικού δείκτη	σελ. 26
Πίνακας 5: Χαρακτηριστικά ΑΔΕ 1995-2009	σελ. 31
Πίνακας 6: Μέση αρχική απόδοση για το διάστημα 1995-2009	σελ. 40
Πίνακας 7: Περιγραφικά στατιστικά στοιχεία αρχικών αποδόσεων ΑΔΕ	σελ. 41
Πίνακας 8: Αποτελέσματα t-test	σελ. 42
Πίνακας 9: Μέση επιπλέον απόδοση ανά έτος	σελ. 43
Πίνακας 10: Περιγραφικά στατιστικά στοιχεία αρχικών επιπλέον αποδόσεων ΑΔΕ	σελ. 44
Πίνακας 11: Αποτελέσματα t-test	σελ. 44
Πίνακας 12: Μέσες και σωρευτικές μηνιαίες αποδόσεις	σελ. 47
Πίνακας 13: Μέσες απλές και σωρευτικές επιπλέον αποδόσεις	σελ. 49
Πίνακας 14: Αποτελέσματα t-test για 12,24 και 36 μήνες	σελ. 50
Πίνακας 15: Αποτελέσματα t-test για επιπλέον αποδόσεις 12, 24 και 36 μηνών	σελ. 51
Πίνακας 16: Περιγραφικά στατιστικά απλών αποδόσεων “buy and hold”	σελ. 52
Πίνακας 17: Αποτελέσματα t-test για τις απλές αποδόσεις “buy and hold”	σελ. 53
Πίνακας 18: Περιγραφικά στατιστικά στοιχεία επιπλέον αποδόσεων “buy and hold”	σελ. 53
Πίνακας 19: Αποτελέσματα t-test για τις επιπλέον αποδόσεις “buy and hold”	σελ. 54

ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

Διάγραμμα 1: Η μέγιστη και ελάχιστη τιμή του γενικού δείκτη για κάθε έτος	σελ. 27
Διάγραμμα 2: Η διαχρονική εξέλιξη της ετήσιας απόδοσης του γενικού δείκτη	σελ. 27
Διάγραμμα 3: Αριθμός ΑΔΕ και μέση αρχική απόδοση ανά έτος	σελ. 45
Διάγραμμα 4: Αριθμός ΑΔΕ και αντληθέντα κεφάλαια ανά έτος	σελ. 46

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Μια εταιρία κατά τη διάρκεια της λειτουργίας της αντιμετωπίζει ένα μεγάλο αριθμό προβλημάτων, τα οποία αφορούν διαφορετικές δραστηριότητές της. Ένα από τα σημαντικότερα εξ αυτών είναι και η χρηματοδότηση, είτε για λόγους ρευστότητας, είτε για λόγους επέκτασης, είτε για οποιοδήποτε άλλο λόγο. Η χρηματοδότηση αυτή μπορεί να γίνει με πολλούς τρόπους, οι οποίοι έχουν διαφορετικά χαρακτηριστικά, διαφορετικό κόστος, απαιτούν διαφορετικές προϋποθέσεις και ούτω καθ' εξής. Ένας από τους τρόπους με τους οποίους μια επιχείρηση μπορεί να συγκεντρώσει κεφάλαια είναι η έκδοση νέων μετοχών ή παραχώρηση κάποιου ποσοστού ήδη υφιστάμενων μετοχών που βρίσκονται στην κατοχή της εταιρίας στο ευρύ επενδυτικό κοινό.

Σύμφωνα με το Ν.3401/2005, ο ορισμός της δημόσιας εγγραφής ή δημόσιας προσφοράς κινητών αξιών είναι ο εξής: «Δημόσια προσφορά κινητών αξιών είναι η δημόσια ανακοίνωση με οποιαδήποτε μορφή και με οποιοδήποτε μέσο, η οποία απευθύνεται στο κοινό και περιέχει επαρκείς πληροφορίες για τους όρους της δημόσιας προσφοράς ή εγγραφής και τις προσφερόμενες υφιστάμενες ή νέες κινητές αξίες, ώστε να παρέχεται στον επενδυτή η δυνατότητα να αποφασίζει την αγορά ή την εγγραφή του για την αγορά αυτών των κινητών αξιών».

Αρχική δημόσια εγγραφή (ΑΔΕ) λοιπόν είναι η διαδικασία μέσω της οποίας μια εταιρία προσφέρει δημόσια κάποιο χρεόγραφο (για παράδειγμα ομόλογα ή μετοχές) στο ευρύ επενδυτικό κοινό.

Στην παρούσα εργασία, ως αρχικές δημόσιες εγγραφές θα λογίζονται αυτές που αφορούν εταιρίες, των οποίων οι μετοχές δεν διαπραγματεύονται σε κάποια άλλη αγορά, που πουλάνε μετοχές τους δημόσια για πρώτη φορά με στόχο την εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο. Δεν λαμβάνονται υπόψη δημόσιες εγγραφές που αφορούν προνομιούχες μετοχές ή δημόσιες εγγραφές ήδη εισηγμένων εταιριών που στοχεύουν στην αύξηση του μετοχικού τους κεφαλαίου.

Τα βασικότερα ζητήματα που έχουν απασχολήσει τους μελετητές σχετικά με τις δημόσιες εγγραφές είναι τα εξής:

- Η αρχική απόδοση των δημόσιων εγγραφών.
- Η απόδοση των μετοχών για διάστημα έως και τρία έτη μετά τη δημόσια εγγραφή σε σχέση με την απόδοση του δείκτη.

- Οι περίοδοι έξαρσης των δημόσιων εγγραφών (Hot issue markets).

Σκοπός της εργασίας αυτής είναι η μελέτη των φαινομένων αυτών για το Χρηματιστήριο Αθηνών κατά την περίοδο 1995-2009. Στο δεύτερο κεφάλαιο γίνεται η ανάλυση των παραπάνω φαινομένων με στοιχεία από τη διεθνή και ελληνική βιβλιογραφία, καθώς και η αναφορά διάφορων ερευνών σχετικά με τις δημόσιες εγγραφές. Στο τρίτο κεφάλαιο υπάρχουν κάποια στοιχεία σχετικά με το Χρηματιστήριο Αθηνών, τα όρια διακύμανσης των τιμών στην Ελλάδα, τις προϋποθέσεις που πρέπει να πληρούνται για την εισαγωγή στο χρηματιστήριο και τη διαδικασία που πρέπει να ακολουθήσει μια εταιρία κατά τη δημόσια εγγραφή. Στο τέταρτο κεφάλαιο υπάρχει μια ανάλυση της πορείας του γενικού δείκτη του χρηματιστηρίου από την 1/1/1995 μέχρι και την 31/8/2010. Το πέμπτο κεφάλαιο περιλαμβάνει τα δεδομένα και τη μεθοδολογία που θα ακολουθηθεί. Το έκτο κεφάλαιο περιέχει τα εμπειρικά αποτελέσματα της έρευνας. Στο έβδομο κεφάλαιο δίνεται η περίληψη των συμπερασμάτων και στη συνέχεια παρουσιάζεται η βιβλιογραφία. Τέλος, στο παράρτημα υπάρχουν διάφοροι πίνακες που χρησιμεύουν κατά τη διάρκεια της ανάγνωσης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ

2.1 Εισαγωγικά

Οι κύριοι λόγοι που μια εταιρία επιλέγει να προχωρήσει στη δημόσια εγγραφή (συνεπώς στην είσοδο στη χρηματιστηριακή αγορά) είναι η συγκέντρωση κεφαλαίων και η απόκτηση της δυνατότητας για τους παλιούς μετόχους να μετατρέψουν τις μετοχές τους σε μετρητά στο μέλλον, σε μια οργανωμένη αγορά με μεγάλη ρευστότητα. Επιπλέον, η εταιρία αποκτά μεγαλύτερη δημοσιότητα και κύρος, αφού η διαπραγμάτευση των μετοχών σε μια οργανωμένη αγορά που απασχολεί μεγάλο αριθμό επενδυτών στους οποίους γίνεται γνωστό το όνομα της εταιρίας. Γενικά, η κίνηση μιας εταιρίας να προχωρήσει σε δημόσια εγγραφή έχει σημαντικά πλεονεκτήματα, αλλά και μειονεκτήματα.

Πλεονεκτήματα:

- 1) Η εταιρία αποκτά εύκολη πρόσβαση σε φθηνότερο κεφάλαιο. Τα έξοδα που πραγματοποιεί μια επιχείρηση για τη δημόσια εγγραφή είναι μεν υψηλά, γενικά όμως θεωρείται πως το κόστος είναι χαμηλότερο από άλλες πηγές κεφαλαίου. Επιπλέον, τα κεφάλαια που συγκεντρώνει η εταιρία δεν απαιτείται να αποπληρωθούν, κάτι που συμβαίνει με τις περισσότερες άλλες πηγές χρηματοδότησης.
- 2) Είναι ευκολότερη η αποτίμηση της εταιρίας, κάτι που είναι πολύ χρήσιμο για μετόχους που θέλουν κάποια στιγμή να πουλήσουν τις μετοχές της, αλλά και σε περιπτώσεις εξαγοράς και συγχώνευσης.
- 3) Προσφέρεται μεγαλύτερη ρευστότητα στους κατόχους μετοχών. Η αγοραπωλησία μετοχών μπορεί να γίνει ανά πάσα στιγμή και μάλιστα σε μια οργανωμένη αγορά, όπως το χρηματιστήριο.
- 4) Οι εισηγμένες επιχειρήσεις ελέγχονται αυστηρότερα από τις υπόλοιπες, ενώ υπάρχουν συγκεκριμένες προϋποθέσεις για να αρχίσουν οι μετοχές να διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο. Έτσι, οι επενδυτές αισθάνονται πιο ασφαλείς, θεωρώντας πως οι εισηγμένες εταιρίες έχουν πιο σταθερό μέλλον από άλλες.

Μειονεκτήματα:

- 1) Η έκδοση νέων μετοχών ή παραχώρηση ήδη υφιστάμενων μετοχών για λόγους διασποράς, σημαίνει πως ουσιαστικά παραδίδεται ένα κομμάτι της επιχείρησης στο ευρύ επενδυτικό κοινό. Συνεπώς το ποσοστό των ήδη υπαρχόντων μετοχών συρρικνώνεται κι έτσι έχουν μειωμένο έλεγχο πάνω στην εταιρία. Σε ορισμένες αγορές είναι πιθανό να υπάρξει και εξαγορά μεγάλου ποσοστού από συγκεκριμένο επενδυτή μέσω του χρηματιστηρίου (hostile takeover) και να αλλάξουν οι ισορροπίες όσον αφορά τη διοίκηση της εταιρίας.
- 2) Υπάρχουν αυξημένες απαιτήσεις και πίεση από πλευράς των επενδυτών. Οι οικονομικές καταστάσεις δημοσιεύονται συχνότερα και αυτό επηρεάζει την πορεία της μετοχής, επομένως και την κεφαλαιοποίηση της εταιρίας. Αυτό μπορεί να πιέσει τη διοίκηση της εταιρίας να αποδώσει βραχυπρόθεσμα, με αποτέλεσμα κάποιες φορές να μένουν πίσω αποφάσεις που αφορούν τη μακροπρόθεσμη πορεία της εταιρίας. Ένα σύνηθες παράδειγμα είναι η πληρωμή των μερισμάτων, όπου υπάρχει σύγκρουση μεταξύ επενδυτών και διοίκησης. Αν η δεύτερη πιστεύει πως τα κεφάλαια αυτά πρέπει να μείνουν για επανεπένδυση, οι επενδυτές αντιδρούν ανάλογα και η τιμή της μετοχής θα πέσει, επηρεάζοντας την κεφαλαιοποίηση της εταιρίας.
- 3) Η διαφάνεια και η ενημέρωση του κοινού, όπως και ο έλεγχος της εταιρίας, ενώ θεωρήθηκε πλεονέκτημα, ταυτόχρονα σε κάποια ζητήματα δεν επιτρέπει στη διοίκηση να κινηθεί γρήγορα και αποτελεσματικά, καθώς πρέπει να ενημερώνει την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για τις κινήσεις της. Πολλές φορές η καθυστέρηση αυτή είναι σημαντική και μπορεί να προκαλέσει προβλήματα στην εταιρία.
- 4) Υπάρχουν περιορισμοί στην πώληση μετοχών από πλευράς συμμετεχόντων στην εταιρία.
- 5) Η εταιρία αντιμετωπίζει αυξημένα κόστη λόγω της δημόσιας εγγραφής. Από τη μία η εταιρία αντιμετωπίζει τον πολύ χρόνο που αποσπά από τη διοίκηση η προετοιμασία της δημόσιας εγγραφής, η ενημέρωση του κοινού, η προετοιμασία του ενημερωτικού δελτίου. Από την άλλη υπάρχουν τα χρηματικά κόστη, με βασικότερο την προμήθεια του αναδόχου, η οποία διαφέρει ανάλογα με το είδος της αναδοχής. Σημαντικά είναι επίσης τα ποσά που καταβάλλει η εταιρία για τους διάφορους ελέγχους που απαιτούνται (λογιστικός, φορολογικός, νομικός), το ποσό που πληρώνεται για την εισαγωγή στο χρηματιστήριο, καθώς και το κόστος δημιουργίας και εκτύπωσης του Ενημερωτικού δελτίου. Τέλος, για λόγους ενημέρωσης του επενδυτικού κοινού η

εταιρία θα πρέπει να διαθέσει κεφάλαια για διάφορες εκδηλώσεις, συνεντεύξεις, ομιλίες και ενέργειες δημοσίων σχέσεων.

Υπάρχουν διάφορες θεωρίες που πραγματεύονται τους λόγους για τους οποίους οι εταιρίες προχωρούν σε δημόσια προσφορά των μετοχών τους. Οι Ritter & Welch (2002), χρησιμοποιώντας αναφορές σε άλλους μελετητές, ομαδοποιούν τις διάφορες αυτές θεωρίες σε τέσσερις κατηγορίες: του κύκλου ζωής της εταιρίας, της χρονικής στιγμής στην οποία βρίσκεται η αγορά, θεωρίες με βάση στοιχεία των εταιριών και τέλος, σύμφωνα με τον κλάδο των εταιριών προς εισαγωγή. Καταλήγουν πως οι εταιρίες προσφέρουν τις μετοχές τους δημόσια όταν το επιτρέπουν οι συνθήκες της αγοράς, αλλά μόνο εάν έχουν ξεπεράσει κάποιο συγκεκριμένο στάδιο της ζωής της εταιρίας.

Οι δημόσιες εγγραφές έχουν απασχολήσει έντονα τους μελετητές της χρηματοοικονομικής από τη δεκαετία του 1960 κι έπειτα. Τα κυριότερα φαινόμενα που έχουν παρατηρηθεί είναι η υποτιμολόγηση, η χαμηλή απόδοση μετά την πρώτη μέρα διαπραγμάτευσης και για κάποιο μακροπρόθεσμο διάστημα και η ύπαρξη περιόδων «έξαρσης» των δημόσιων εγγραφών.

2.2 Υποτιμολόγηση των Δημόσιων Εγγραφών

Η αρχική απόδοση μιας δημόσιας εγγραφής μετράται ως η ποσοστιαία διαφορά της τιμής διάθεσης από την τιμή κλεισίματος της τελευταίας μέρας του αρχικού διαστήματος διαπραγμάτευσης. Σύνηθες είναι να λαμβάνεται ως αρχικό διάστημα διαπραγμάτευσης η πρώτη ημέρα της εισαγωγής στο χρηματιστήριο. Υποτιμολόγηση υπάρχει όταν η τιμή διάθεσης είναι χαμηλότερη από την τιμή κλεισίματος της πρώτης ημέρας. Η πλειοψηφία των μελετών ανά τον κόσμο καταλήγουν στην αποδοχή της υπόθεσης ότι ισχύει το φαινόμενο αυτό.

Χαρακτηριστικός είναι ο παρακάτω πίνακας, ο οποίος έχει συνταχθεί στην εργασία των Loughran, Ritter & Rydgvist «Initial Public Offerings: International Insights», του 1994 και έχει ανανεωθεί στις 16/03/2010. Στον πίνακα αυτόν παρατηρούμε πως η μέση αρχική απόδοση είναι θετική και για τις 47 αγορές, ανεξαρτήτως αν πρόκειται για αναπτυγμένη ή αναπτυσσόμενη αγορά, όποιο κι αν είναι το δείγμα και η χρονική περίοδος. Η απόδοση αυτή κυμαίνεται από 4,2% (Ρωσία) μέχρι 164,5% (Κίνα). Αξιοπρόσεκτο είναι πως οι πέντε αγορές με τη

μεγαλύτερη μέση αρχική απόδοση είναι ασιατικές, ενώ η Ελλάδα βρίσκεται στην έκτη θέση.

Πίνακας 1: Μελέτες σχετικές με την αρχική απόδοση των ΑΔΕ

Χώρα	Πηγή	Μέγεθος δείγματος	Χρονική Περίοδος	Μέση αρχική απόδοση
Αργεντινή	Eijgenhuijsen & van der Valk	20	1991-1994	4.4%
Αυστραλία	Lee, Taylor & Walter; Woo; Pham; Ritter	1,103	1976-2006	19.8%
Αυστρία	Aussenegg	96	1971-2006	6.5%
Βέλγιο	Rogiers, Manigart & Ooghe; Manigart DuMortier; Ritter	114	1984-2006	13.5%
Βραζιλία	Aggarwal, Leal & Hernandez; Saito	180	1979-2006	48.7%
Βουλγαρία	Nikolov	9	2004-2007	36.5%
Καναδάς	Jog & Riding; Jog & Srivastava; Kryzanowski, Lazrak & Rakita; Ritter	635	1971-2006	7.1%
Χιλή	Aggarwal, Leal & Hernandez; Celis & Maturana; Ritter	65	1982-2006	8.4%
Κίνα	Chen, Choi, and Jiang (A shares)	1,394	1990-2005	164.5%
Κύπρος	Gounopoulos, Nounis, and Stylianides	51	1999-2002	23.7%
Δανία	Jakobsen & Sorensen; Ritter	145	1984-2006	8.1%
Αίγυπτος	Omran	53	1990-2000	8.4%
Φινλανδία	Keloharju	162	1971-2006	17.2%
Γαλλία	Husson & Jacquillat; Leleux & Muzyka; Paliard & Belletante; Derrien & Womack; Chahine; Ritter	686	1983-2006	10.7%
Γερμανία	Ljungqvist; Rocholl; Ritter; Vismara	700	1978-2008	25.3%
Ελλάδα	Nounis, Kazantzis & Thomas; Thomadakis, Gounopoulos & Nounis	372	1976-2007	50.9%
Χονγκ Κονγκ	McGuinness; Zhao & Wu;	1,008	1980-2006	15.9%

	Ljungqvist & Yu; Fung, Gul, and Radhakrishnan; Ritter			
Ινδία	Marisetty and Subrahmanyam	2,811	1990-2007	92.7%
Ινδονησία	Hanafi; Danny; Suherman	339	1989-2008	21.5%
Ιράν	Bagherzadeh	279	1991-2004	22.4%
Ιρλανδία	Ritter	31	1999-2006	23.7%
Ισραήλ	Kandel, Sarig & Wohl; Amihud & Hauser; Ritter	348	1990-2006	13.8%
Ιταλία	Arosio, Giudici & Paleari; Cassia, Paleari & Redondi; Vismara	268	1985-2008	16.4%
Ιαπωνία	Fukuda; Dawson & Hiraki; Hebner & Hiraki; Pettway & Kaneko; Hamao, Packer, & Ritter; Kaneko & Pettway; Ritter; TokyoIPO.com	2,628	1970-2008	40.1%
Ιορδανία	Marmar	53	1999-2008	149.0%
Κορέα	Dhatt, Kim & Lim; Ihm; Choi & Heo; Mosharian & Ng; Cho; Ritter	1,490	1980-2008	55.2%
Μαλαισία	Isa; Isa & Yong; Yong	350	1980-2006	69.6%
Μεξικό	Aggarwal, Leal & Hernandez; Eijgenhuijsen & van der Valk	88	1987-1994	15.9%
Ολλανδία	Wessels; Eijgenhuijsen & Buijs; Jenkinson, Ljungqvist, & Wilhelm; Ritter	181	1982-2006	10.2%
Νέα Ζηλανδία	Vos & Cheung; Camp & Munro; Ritter	214	1979-2006	20.3%
Νιγηρία	Ikoku; Achua	114	1989-2006	12.7%
Νορβηγία	Emilsen, Pedersen & Saettem; Liden; Ritter	153	1984-2006	9.6%
Φιλιππίνες	Sullivan & Unite; Ritter	123	1987-2006	21.2%
Πολωνία	Jelic & Briston; Ritter	224	1991-2006	22.9%
Πορτογαλία	Almeida & Duque; Ritter	28	1992-2006	11.6%
Ρωσία	Ritter	40	1999-2006	4.2%
Σιγκαπούρη	Lee, Taylor &	519	1973-2008	27.4%

	Walter; Dawson; Ritter			
Νότια Αφρική	Page & Reyneke; Ali, Subrahmanyam & Gleason; Ritter	285	1980-2007	18.0%
Ισπανία	Ansotegui & Fabregat; Alvarez Otera	128	1986-2006	10.9%
Σρι Λάνκα	Samarakoon	115	1987-2007	48.9%
Σουηδία	Rydqvist; Schuster; Simonov; Ritter	406	1980-2006	27.3%
Ελβετία	Kunz, Drobetz, Kammermann & Walchli; Ritter	159	1983-2008	28.0%
Ταϊβάν	Chen	1,312	1980-2006	37.2%
Ταϊλάνδη	Wethyavivorn & Koo-smith; Lonkani & Tirapat; Ekkayokkaya and Pengniti	459	1987-2007	36.6%
Τουρκία	Kiyamaz; Durukan; Ince; Kucukkocaoglu	315	1990-2008	10.6%
Ηνωμένο Βασίλειο	Dimson; Levis	4,198	1959-2008	16.3%
Η.Π.Α.	Ibbotson, Sindelar & Ritter; Ritter	12,028	1960-2008	16.9%

Πηγή: «Initial Public Offerings: International Insights», Loughran, Ritter & Rydqvist, *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 2, pp. 165-199, June 1994, Updated March 16, 2010

Μια από τις πρώτες εργασίες πάνω στην υποτιμολόγηση των δημόσιων εγγραφών είναι του Roger Ibbotson (1975), η οποία ελέγχει τις αποδόσεις των δημόσιων εγγραφών και το συστηματικό τους κίνδυνο σε σύγκριση με την αγορά, καταλήγοντας στο συμπέρασμα ότι οι αρχικές αποδόσεις των δημόσιων εγγραφών είναι θετικές, δηλαδή ισχύει το φαινόμενο της υποτιμολόγησης, ενώ ο συστηματικός κίνδυνος τους είναι μεγαλύτερος από αυτόν της αγοράς. Επιπλέον, στην εργασία αυτή γίνεται η προσπάθεια να δοθούν κάποιες εξηγήσεις σχετικά με το φαινόμενο αυτό. Πολλές από αυτές τις εξηγήσεις μελετώνται αργότερα από άλλους ερευνητές.

Στη συνέχεια ένας μεγάλος αριθμός εργασιών έχει μελετήσει τα αίτια της υποτιμολόγησης από διαφορετικές οπτικές γωνίες. Άλλες επικεντρώνονται στον ανάδοχο, άλλες στον εκδότη και άλλες στο επενδυτικό κοινό.

Το μοντέλο του Baron (1982) πραγματεύεται τη διαφορά πληροφόρησης ανάμεσα στον εκδότη και στον ανάδοχο της δημόσιας εγγραφής. Σύμφωνα με το μοντέλο αυτό, εάν ο ανάδοχος έχει καλύτερη πληροφόρηση από τον εκδότη, αποφασίζει αυτός για την τιμή προσφοράς. Η αδυναμία του εκδότη να ελέγξει τον

ανάδοχο συνεπάγεται τη λήψη της απόφασης για χαμηλότερη τιμή προσφοράς, από αυτή που θα υπήρχε εάν η πληροφόρηση ήταν η ίδια και στα δύο μέρη. Παρόλα αυτά, οι Muscarella & Vetsuypens (1989) βρίσκουν πως το φαινόμενο της υποτιμολόγησης ισχύει και στις περιπτώσεις όπου εκδότης και ανάδοχος είναι η ίδια εταιρία, κάτι που αντιτίθεται στο μοντέλο του Baron.

Ο Rock (1986) μελετά τους λόγους της υπερτιμολόγησης από τη σκοπιά της διαφοράς πληροφόρησης ανάμεσα στους αγοραστές και αναφέρει πως η υποτιμολόγηση οφείλεται στην προσπάθεια του εκδότη να κατανέμει τις μετοχές και να εξισορροπήσει την απόδοση για αυτούς που έχουν περισσότερη πληροφόρηση και για αυτούς που έχουν λιγότερη. Πιο συγκεκριμένα, οι πληροφορημένοι επενδυτές θα κινηθούν για αγορά μετοχών μόνο αν πιστεύουν πως οι μετοχές αξίζουν περισσότερο από ότι δείχνει η τιμή τους. Οι υπόλοιποι επενδυτές, μη γνωρίζοντας αν η τιμή είναι χαμηλή ή υψηλή σε κάθε δημόσια εγγραφή, όταν κινηθούν για την αγορά των μετοχών θα λάβουν ένα μέρος των μετοχών που ζήτησαν. Αν τελικά στην κατανομή των μετοχών λάβουν όσες μετοχές ζήτησαν, αυτό σημαίνει πως το γκρουπ των πληροφορημένων επενδυτών πιστεύει πως η αξία δεν είναι υψηλότερη της τιμής προσφοράς. Έτσι λοιπόν, οι μη έχοντες πληροφόρηση επενδυτές θα κινηθούν για την αγορά μετοχών μόνο εάν αυτές προσφερθούν σε χαμηλότερη τιμή. Η βιβλιογραφία χαρακτηρίζει τα συμπεράσματα του Rock ως «κατάρρα του νικητή».

Την ίδια χρονιά, οι Ritter και Beatty ερευνούν τη σχέση μεταξύ της αναμενόμενης υποτιμολόγησης και της αβεβαιότητας όσον αφορά την αξία της, την οποία βρίσκουν θετική. Η αβεβαιότητα στη συγκεκριμένη εργασία αναφέρεται στο γεγονός ότι ο επενδυτής όταν καταθέτει αρχικά την εντολή αγοράς, δεν γνωρίζει την τιμή και την πορεία που θα έχει η εγγραφή.

Σύμφωνα με τους Benveniste και Spindt (1989), ο εκδότης έχει καλύτερη πληροφόρηση για τη δική του εταιρία, ενώ το επενδυτικό κοινό ενδεχομένως έχει καλύτερη πληροφόρηση για γεγονότα εκτός της επιχείρησης. Έτσι κατά τη διαδικασία της δημόσιας εγγραφής ο ανάδοχος χαμηλώνει την τιμή προκειμένου να παρακινηθούν οι επενδυτές και να αποκαλύψουν την όποια πληροφόρησή τους (μέσω της αντίδρασης στην τιμή). Έτσι, μπορούμε να πούμε πως το κοινό «αποζημιώνεται» για την αποκάλυψη των προθέσεων του και με βάση το είδος της πληροφόρησης που λαμβάνει ο ανάδοχος (θετική ή αρνητική) θα αναθεωρήσει την τιμή αντίστοιχα, όμως η αναθεώρηση είναι μερική. Όπως συμπεραίνει και η Hanley (1993), υπάρχει θετική σχέση ανάμεσα στην αναθεώρηση της τιμής προσφοράς και στην αρχική απόδοση. Οι

εταιρίες που έχουν θετική αναθεώρηση της τιμής αναμένεται να έχουν μεγαλύτερη απόδοση.

Τρεις εργασίες την ίδια περίοδο, Grinblatt & Hwang (1989), Allen & Faulhaber (1989) και Welch (1989), μελετούν το φαινόμενο της υποτιμολόγησης με βάση τη θεωρία σηματοδότησης. Η πρώτη εργασία λαμβάνει ως υπόθεση πως ο εκδότης έχει καλύτερη πληροφόρηση από ότι οι επενδυτές και χρησιμοποιεί ένα μοντέλο αποδεικνύοντας πως υπάρχουν δύο παράγοντες, (α) το ποσοστό των μετοχών που ο εκδότης επαναγοράζει και (β) η τιμή διάθεσης των μετοχών χρησιμοποιούνται για να αποκαλύψουν την εσωτερική αξία της επιχείρησης στο κοινό. Η εργασία αναφέρει πως η εσωτερική αξία της εταιρίας σχετίζεται θετικά με το βαθμό υποτιμολόγησης. Η δεύτερη εργασία ξεκινά με την υπόθεση ότι ο ανάδοχος δεν έχει ενεργό ρόλο στη δημόσια εγγραφή και ότι ο εκδότης έχει καλύτερη πληροφόρηση σχετικά με τις προοπτικές της επιχείρησης. Αναφέρει πως οι «καλές» εταιρίες προτιμούν να προσφέρουν τις μετοχές τους σε χαμηλότερη τιμή, γνωρίζοντας πως η θετική τους πορεία θα βοηθήσει να κερδηθεί το χαμένο έδαφος. Στο ίδιο μήκος κύματος βρίσκεται και η τρίτη εργασία, η οποία αναφέρει πως οι μεγαλύτερης εμβέλειας εταιρίες έχουν μικρότερο οριακό κόστος υποτιμολόγησης από ότι οι υπόλοιπες και χρησιμοποιούν το χαρακτηριστικό τους αυτό για να δώσουν σήμα στην αγορά σχετικά με την ποιότητά τους. Μάλιστα, οι δύο τελευταίες μελέτες κάνουν αναφορά σε μια φράση από την εργασία του Ibbotson (1975) που αναφέρθηκε πιο πάνω, πως οι ισχυρές εταιρίες προσφέρουν χαμηλότερη τιμή για να «αφήσουν καλή γεύση στο στόμα των επενδυτών», με την υψηλή απόδοση που αυτοί θα αποκομίσουν, κι έτσι σε επόμενη δημόσια προσφορά να έχουν τη δυνατότητα να προσφέρουν τις μετοχές σε υψηλότερη τιμή. Αντίθετα, οι χαμηλότερης ισχύος εταιρίες που προσπαθούν να «εξαπατήσουν» το κοινό σχετικά με τη δυναμικότητά τους, τελικά αποκαλύπτονται λόγω του υψηλού οριακού κόστους υποτιμολόγησης, το οποίο συνήθως δεν μπορούν να αντέξουν.

Άλλη μια αιτία για την υποτιμολόγηση είναι το φαινόμενο των cascades που αναφέρει ο Welch (1992) ή bandwagon effect κατά άλλους συγγραφείς. Έχει να κάνει με την τάση των επενδυτών να αγνοούν πολλές φορές τη δική τους πληροφόρηση και να ακολουθούν τις κινήσεις του υπόλοιπου επενδυτικού κοινού (αγελαία συμπεριφορά). Η μελέτη αυτή εκφέρει την άποψη πως αν η τιμή διάθεσης είναι υψηλή και δεν υπάρξει μεγάλη ανταπόκριση στην αρχή της περιόδου εγγραφής, οι υπόλοιποι επενδυτές θα αποθαρρυνθούν από το να προχωρήσουν στην αγορά των

μετοχών. Έτσι, ο ανάδοχος στρέφει την προσοχή του στο να προσελκύσει στην αρχή της περιόδου εγγραφής τους επενδυτές, με απώτερο σκοπό να υπερκαλυφθεί η εγγραφή. Αυτός είναι σύμφωνα με το συγγραφέα και ο λόγος που πολλές φορές εκδότες με εσωτερική πληροφόρηση υπερεκτιμούν τις δυνατότητες της εταιρίας τους και οι δημόσιες εγγραφές τους αποτυγχάνουν.

Σε κάποιες χώρες, όπως για παράδειγμα στις Ηνωμένες Πολιτείες, οι επενδυτές έχουν το δικαίωμα να κινηθούν νομικά εναντίον του συντάκτη του ενημερωτικού δελτίου αν η μετοχή με την πορεία της δείξει πως τα όσα είχαν γραφεί στο δελτίο ήταν αναληθή και παραπλάνησαν το κοινό με σκοπό να αγοραστούν οι μετοχές. Σύμφωνα με τον Tinic (1988), από τη στιγμή που η αρμόδια αρχή κινήθηκε εναντίον κάποιων εταιριών, η υποτιμολόγηση των δημόσιων εγγραφών αυξήθηκε, καθώς οι εκδότες και ανάδοχοι, υπό το φόβο μιας αντίστοιχης δίωξης, προτιμούσαν να δώσουν το περιθώριο για μεγάλες αποδόσεις στους επενδυτές. Την άποψη αυτή αντέκρουσαν οι Drake & Vetsuypens (1993), καταλήγοντας πως η υποτιμολόγηση δεν μπορεί να οφείλεται στο γεγονός της αποφυγής της δίωξης, αφού το φαινόμενο της υποτιμολόγησης ισχύει και σε χώρες όπου δεν υπάρχουν αντίστοιχοι νόμοι, και επιπλέον το πρόβλημα δεν έχει να κάνει τόσο με την τιμολόγηση των δημόσιων εγγραφών όσο με την πορεία της μετοχής στη συνέχεια.

Μια άλλη προσέγγιση που υπάρχει αφορά την ισχύ του αναδόχου, ο οποίος καθορίζει την τιμή προσφοράς, προσπαθώντας να διαθέσει όλες τις μετοχές του εκδότη. Ο ανάδοχος καθορίζει χαμηλή τιμή έχοντας στόχο να αυξηθεί η ζήτηση της μετοχής και να μην υπάρξουν προβλήματα. Παρόλα αυτά, η υποτιμολόγηση ισχύει και στις περιπτώσεις όπου ανάδοχος και εκδότης είναι το ίδιο πιστωτικό ίδρυμα κι έτσι η προσέγγιση αυτή αποδυναμώνεται.

Όπως αναφέρθηκε παραπάνω, ένα από τα μειονεκτήματα της διαπραγματεύσεως των μετοχών στο χρηματιστήριο είναι ο περιορισμός του ελέγχου από πλευράς των παλαιών ιδιοκτητών της επιχείρησης και η πιθανή αγορά μεγάλου ποσοστού από κάποιο επενδυτή, γεγονός που αλλάζει το χάρτη της επιχείρησης. Για να αντιμετωπιστεί το πρόβλημα αυτό, οι μέτοχοι του εκδότη προτιμούν να υπάρχει χαμηλή τιμή προσφοράς των μετοχών, καθώς με τον τρόπο αυτό διασφαλίζουν μεγαλύτερη ζήτηση, και επομένως επιμερισμό των μετοχών σε περισσότερους επενδυτές, κάτι που κάνει δυσκολότερη τη συγκέντρωση «απειλητικού» ποσοστού από κάποιο μεμονωμένο μέτοχο.

Όταν ισχύει το φαινόμενο της υποτιμολόγησης, ο εκδότης χάνει χρήματα, καθώς με μια υψηλότερη τιμή θα μπορούσε να συγκεντρώσει περισσότερα κεφάλαια. Ο λόγος που ο εκδότης πάντα συμφωνεί να υπάρχει χαμηλή τιμή προσφοράς, σύμφωνα με τους Loughran & Ritter (2000), είναι η αύξηση του πλούτου των ήδη υπαρχόντων μετόχων από τις μεγάλες αποδόσεις που ακολουθούν.

Τέλος, στην εργασία των Loughran & Ritter (2004), όπου αναλύονται οι λόγοι που η μέση αρχική απόδοση των δημόσιων εγγραφών αλλάζει με τον καιρό, προσφέρονται δύο επιπλέον λόγοι για την υποτιμολόγηση. Ο πρώτος είναι η «δίψα» για αναλυτές που θα κάνουν έρευνα για την εταιρία. Όσο καλύτερη φήμη έχουν οι αναλυτές ενός πιστωτικού ιδρύματος, τόσο περισσότερα είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν οι εκδότες για την ανάληψη καθηκόντων αναδόχου από το συγκεκριμένο πιστωτικό ίδρυμα. Από την άλλη, η ακριβή έρευνα απαιτεί και υψηλές πληρωμές, κι ένας από τους τρόπους πληρωμών για τον ανάδοχο είναι και η υποτιμολόγηση (ο άλλος τρόπος πληρωμών είναι το ποσοστό επί της τιμής προσφοράς που λαμβάνει ο ανάδοχος). Ο δεύτερος λόγος, ο οποίος αναφέρεται ως “spinning explanation of underpricing”, θεωρείται, όπως και ο πρώτος, σημαντικός κυρίως για τη μετά το 1990 εποχή. Η εξήγηση βασίζεται στα χρήματα που εισπράττουν οι διαχειριστές της εταιρίας (side payments) για να επιλέξουν αναδόχους με ιστορικό μεγάλης υποτιμολόγησης. Τα χρήματα αυτά παίρνουν πολλές φορές τη μορφή μετοχών από δημόσιες εγγραφές με χαμηλή τιμή, ενώ πολλές υποτιμημένες νέες μετοχές φτάνουν, μέσω του αναδόχου, στα χέρια των venture capitalists και της διοίκησης εταιριών που πρόκειται να πραγματοποιήσουν δημόσια εγγραφή στο κοντινό μέλλον. Έτσι, οι ανάδοχοι διατηρούν το προβάδισμα να αναλάβουν ακόμα περισσότερες δημόσιες εγγραφές.

2.3 Περίοδοι Έξαρσης των Δημοσίων Εγγραφών (Hot Issue Markets)

Οι Ibbotson & Jaffe (1975) ορίζουν τις περιόδους έξαρσης ως περιόδους όπου η μέση απόδοση του πρώτου μήνα μιας δημόσιας εγγραφής είναι ασυνήθιστα υψηλή. Στα συμπεράσματά τους, βρίσκουν πως στις περιόδους αυτές, η μέση μηνιαία απόδοση είναι θετικά συσχετισμένη με τον αριθμό των δημοσίων εγγραφών. Η στατικότητα του δείγματος αποδεικνύει ότι οι περίοδοι αυτοί είναι συγκεκριμένοι και δεν εκτείνονται επ’ άπειρον.

Ο Ritter (1984), προχωρά ένα βήμα παραπέρα και συμπεραίνει πως κάθε περίοδος με υψηλές αρχικές αποδόσεις για τις δημόσιες εγγραφές ακολουθείται από μια παρατεταμένη περίοδο στην οποία παρουσιάζεται ένας μεγάλος αριθμός από αρχικές δημόσιες εγγραφές.

Σε άλλη εργασία του Ritter (1998), αναφέρεται ότι (α) οι περίοδοι έξαρσης των αρχικών δημόσιων εγγραφών ακολουθεί περιόδους όπου η αγορά βρίσκεται σε υψηλά επίπεδα και (β) ότι δεν υπάρχει ορθολογιστική εξήγηση για το φαινόμενο αυτό.

2.4 Η Μακροπρόθεσμη Απόδοση των Αρχικών Δημόσιων Εγγραφών

Το φαινόμενο αυτό εξετάστηκε από τον Ritter (1991) για το χρονικό διάστημα 1975-1984 στις Ηνωμένες Πολιτείες. Υπολογίζοντας την σωρευτική μηνιαία απόδοση για τους πρώτους 36 μήνες μετά την πρώτη μέρα διαπραγμάτευσης, καταλήγει πως η απόδοση των αρχικών δημόσιων εγγραφών ήταν χαμηλότερη από την απόδοση μετοχών αντίστοιχων εταιριών. Μάλιστα, ακόμα χειρότερη ήταν η απόδοση εάν η εταιρία είχε ιδρυθεί πρόσφατα ή εάν είχε εισαχθεί στο χρηματιστήριο σε χρονιές υψηλού όγκου συναλλαγών.

Οι Loughran & Ritter (1995) χρησιμοποιούν και εναλλακτικά σημεία αναφοράς αντί για αντίστοιχες εταιρίες. Για την περίοδο 1970-1990 στις Ηνωμένες Πολιτείες βρίσκουν ότι για την πρώτη πενταετία μετά την εισαγωγή στο χρηματιστήριο οι αρχικές δημόσιες εγγραφές είχαν απόδοση 5%, ενώ εταιρίες αντίστοιχης κεφαλαιοποίησης είχαν μέση απόδοση 12%.

Με το θέμα αυτό έχουν ασχοληθεί πολλοί επιστήμονες ανά τον κόσμο. Για το Ηνωμένο Βασίλειο και την περίοδο 1980-1988, ο Levis (1993) βρίσκει πως η μέση απόδοση των αρχικών δημόσιων εγγραφών ήταν 55,72%, ενώ των τριών δεικτών που χρησιμοποιεί ως σημεία αναφοράς ήταν 62,49%, 69,37% και 97,83% αντίστοιχα. Στον Καναδά, σύμφωνα με τους Kooli & Suret (2001), η αρχική απόδοση είναι 20,57%, ενώ με βάση τις τρεις μεθόδους υπολογισμού της μακροπρόθεσμης απόδοσης (συγκριτικά με εταιρίες ίδιας κεφαλαιοποίησης, με τη μέθοδο buy and hold και με τη μέθοδο calendar time) παρατηρούνται χαμηλές αποδόσεις. Οι Aggarwal, Leal & Hernandez (1993) για την περίοδο 1980-1990 στη Βραζιλία, για την περίοδο 1982-1990 στη Χιλή και για την περίοδο 1987-1990 στο Μεξικό βρήκαν ότι για

ορίζοντα τριών ετών η μέση απόδοση στη Βραζιλία είναι -47%, η μέση τριετής απόδοση στη Χιλή είναι -23,7%, ενώ για ένα έτος στο Μεξικό η μέση απόδοση είναι -19,6%. Οι Cai, Liu & Mase για την Κίνα και την περίοδο 1997-2001 βρίσκουν πως σε 36 μήνες υπάρχει απόδοση ως 30% χαμηλότερη από την αγορά. Για την Ταϊλάνδη η έρευνα Vithessonthi (2007) για τις δημόσιες εγγραφές της περιόδου 2000-2005 κατέληξε σε απόδοση τριετίας χαμηλότερη από το δείκτη κατά 38,74%. Σε παρόμοια συμπεράσματα καταλήγουν για τη Σιγκαπούρη και τη Μαλαισία Uddin (2008) και για την Ισπανία οι Alvarez και Gonzalez (2005). Μαζί με τα παραπάνω στοιχεία, χρήσιμος θα ήταν και ο παρακάτω πίνακας.

Πίνακας 2: Μελέτες σχετικά με τη μακροπρόθεσμη απόδοση των ΑΔΕ

Χώρα	Συγγραφέας	Αρ. Δημόσιων εγγραφών	Χρονική περίοδος	Συν. «ασυνήθιστη» απόδοση 36 μηνών
Αυστραλία	Lee, Taylor & Walter	266	1976-89	-46.5%
Αυστρία	Aussenegg	57	1965-93	-27.3%
Βραζιλία	Aggarwal, Leal & Hernandez	62	1980-90	-47.0%
Καναδάς	Jog and Srivistava	216	1972-93	-17.9%
Χιλή	Aggarwal, Leal & Hernandez	28	1982-90	-23.7%
Φινλανδία	Keloharju	79	1984-89	-21.1%
Γερμανία	Ljungqvist	145	1970-90	-12.1%
Ιαπωνία	Cai & Wei	172	1971-90	-27.0%
Κορέα	Kim, Krinsky & Lee	99	1985-88	+2.0%
Σιγκαπούρη	Hin & Mahmood	45	1976-84	-9.2%
Σουηδία	Loughran, Ritter & Rydqvist	162	1980-90	+1.2%
Ην.Βασίλειο	Levis	712	1980-88	-8.1%
Η.Π.Α.	Loughran & Ritter	4753	1970-90	-20.0%

Σημείωση του συγγραφέα: η τελευταία στήλη υπολογίζεται με βάση τον τύπο $100 \times [(1+R_{ipo,T}) / (1+R_{m,T})] - 100$

Πηγή: “Initial public Offerings”, Jay R. Ritter, *Contemporary finance digest* vol. 2, No.1, 5-30, Spring 1998

Όσον αφορά τα αίτια της χαμηλής απόδοσης των αρχικών δημοσίων εγγραφών, στη βιβλιογραφία αναφέρονται δύο βασικές αιτίες Ritter (2002): Η πρώτη αποδίδεται στον Miller (1977) και αναφέρει πως ενώ οι πολύ αισιόδοξοι αγοράζουν μετοχές κατά τη δημόσια εγγραφή, στη συνέχεια η οριακή αξιολόγηση της εταιρίας από τους επενδυτές θα συγκλίνει προς ένα μέσο επίπεδο, κι έτσι η τιμή της μετοχής θα πέσει. Η δεύτερη εξήγηση Schultz (2001), είναι ότι εφόσον ισχύουν οι εξάρσεις των δημοσίων εγγραφών, μετά τις επιτυχημένες δημόσιες εγγραφές θα υπάρχουν σημαντικές περιόδους με μεγάλο αριθμό δημοσίων εγγραφών. Έτσι, οι μετέπειτα δημόσιες εγγραφές, που θα είναι και μεγάλο κομμάτι του δείγματος, θα έχουν χαμηλή απόδοση και θα επηρεάζουν ολόκληρο το δείγμα σε μεγαλύτερο βαθμό.

2.5 Έρευνες στην Ελλάδα

Για τον ελληνικό χώρο οι έρευνες που αφορούν την απόδοση των αρχικών δημοσίων εγγραφών είναι λίγες σε αριθμό. Μια αιτία για αυτό ίσως είναι το γεγονός ότι οι δημόσιες εγγραφές ήταν λίγες μέχρι και τη δεκαετία του 1980. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με την εργασία του Χ.Π. Νούνη για την περίοδο 1976-2003, οι αρχικές δημόσιες εγγραφές για την μια περίοδο 14 ετών (1976-1989) είναι συνολικά 19, ενώ μόνο για την επόμενη πενταετία, που μεσολαβεί μέχρι το χρονικό διάστημα της παρούσας εργασίας ήταν 103. Αποτέλεσμα του μικρού αριθμού των δημοσίων εγγραφών είναι να μην μπορούν ίσως να υπάρξουν έγκυρα και χρήσιμα συμπεράσματα από τη μελέτη τους. Από τον πίνακα 3 γίνεται φανερό ότι το ενδιαφέρον για τη μελέτη της απόδοσης των δημοσίων εγγραφών ξεκινάει στις αρχές της δεκαετίας του 1990. Επιπλέον, παρατηρείται ότι η πλειοψηφία των ερευνών έχει γίνει από Έλληνες συγγραφείς. Τέλος, να σημειωθεί ότι τα στοιχεία από τις πρώτες 6 έρευνες του πίνακα 3 που βρίσκεται παρακάτω προέρχονται από την εργασία του Χ.Π. Νούνη «Το φαινόμενο της υποτιμολόγησης των δημοσίων εγγραφών στη ελληνική χρηματιστηριακή αγορά».

Πίνακας 3: Μελέτες σχετικά με τις ΑΔΕ στην Ελλάδα

Συγγραφέας	Χρονική περίοδος	Μέση υποτιμολόγηση
Τυλιγάδα	1971-1994	40%
Παπαϊωάννου & Τραυλός	1987-1995	20,37%*
Kazantzis & Levis	1987-1991	48,5%
Kazantzis & Thomas	1/1/1987-30/11/1994	50,89%-51,73%*
Κολλίντζας, Σφακιανάκης και Τυλιγάδα	1972-1994	26,3%*
Τραυλός, Παπαϊωάννου, Φίλιππας & Safieddine	1987-1994	50,12** -57,08%*
Νούνης	1994-2002	41,09%-59,45%**
Νούνης	1976-2003	27,5%
Καινούριος, Παπαθανασίου & Μελάς	1997-2002	52,7%-54,28%
Λιβάνης, Θεοχαρίδου, Νταμάρη & Στογιαννίδου	1995-1999 & 2000-2003	106,8% & 39%

* Οι αποδόσεις είναι προσαρμοσμένες στην αγορά

** Ετήσιες αποδόσεις

Οι εργασίες που αναφέρονται στον πίνακα 3 μελετούν την απόδοση των αρχικών δημόσιων εγγραφών σε σχέση με την τιμή εισαγωγής. Σε άλλες το χρονικό διάστημα είναι το αρχικό διάστημα διαπραγμάτευσης, κυρίως μία ημέρα, και σε άλλες ένα έτος, ενώ κάποιες από τις μελέτες υπολογίζουν την απόδοση αυτή προσαρμοσμένη στην αγορά.

Σε όλες τις μελέτες, ανεξαιρέτως, η απόδοση είναι θετική, δίνοντας έτσι τη δυνατότητα να βγει το συμπέρασμα πως το φαινόμενο της υποτιμολόγησης των δημόσιων εγγραφών ισχύει για το διάστημα που λαμβάνεται υπόψη. Παρ' όλα αυτά δεν μπορεί να γίνει άμεση σύγκριση μεταξύ των εργασιών αυτών καθώς αφορούν διαφορετικές χρονικές περιόδους, υπολογίζουν τις αποδόσεις σε για διαφορετικά χρονικά διαστήματα και δεν χρησιμοποιούν την ίδια μέθοδο, καθώς σε κάποιες οι αποδόσεις είναι απλές, ενώ σε άλλες προσαρμοσμένες στην αγορά.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ:

ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΚΑΙ ΠΡΟΥΠΟΘΕΣΕΙΣ

3.1 Χρηματιστήριο Αθηνών και Όρια Διαπραγμάτευσης

Το Χρηματιστήριο Αθηνών ιδρύθηκε το 1876 ως «Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών». Το 1918 το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών χαρακτηρίστηκε ως Νομικό Πρόσωπο Δημοσίου Δικαίου, ενώ το 1995 μετατράπηκε σε Ανώνυμη εταιρία. Το 1997 ιδρύθηκε το Χρηματιστήριο Παραγώγων Αθηνών, το οποίο συγχωνεύτηκε με το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών δημιουργώντας το Χρηματιστήριο Αθηνών.

Τα ημερήσια όρια διακύμανσης των τιμών των μετοχών μεταβλήθηκαν μέσα στο χρόνο. Σύμφωνα με τον κανονισμό του Χρηματιστηρίου Αθηνών: «Ως όρια ημερήσιας διακύμανσης τιμών ορίζεται το εύρος τιμών εντός του οποίου επιτρέπεται να κινηθούν οι τιμές ορισμένης Κινητής Αξίας κατά τη διάρκεια της συνεδρίασης.» Τα όρια αυτά υπολογίζονται με βάση είτε την τιμή εκκίνησης της μετοχής είτε από κάποια άλλη τιμή που έχει οριστεί. Σήμερα ισχύουν τα ακόλουθα:

- Κατηγορία Μεγάλης Κεφαλαιοποίησης και Κατηγορία ΔΑΚ:
Τα όρια διακύμανσης ορίζονται σε $\pm 30\%$ από την τιμή κλεισίματος της τελευταίας συνεδρίασης.
- Υπόλοιπες κατηγορίες:
Τα όρια διακύμανσης ορίζονται σε $\pm 10\%$ από την τιμή κλεισίματος της τελευταίας συνεδρίασης. Όταν η τιμή της μετοχής παραμείνει στο όριο αυτό για 15 λεπτά, αυτό αναπροσαρμόζεται σε $\pm 20\%$.
- Νεοεισαχθείσες Μετοχές και μετοχές που επαναδιαπραγματεύονται μετά από περίοδο αναστολής διαπραγμάτευσης:
Τα όρια διακύμανσης νέο-εισηγμένων μετοχών και μετοχών που επαναδιαπραγματεύονται μετά από συγκεκριμένη χρονική περίοδο αναστολής διαπραγμάτευσης στο ΧΑ για τις 3 πρώτες ημέρες εισαγωγής ορίζονται σε απεριόριστα. Με την πάροδο των 3 ημερών, τα όρια διακύμανσης ορίζονται όπως ισχύει στην κατηγορία διαπραγμάτευσης που ανήκει η μετοχή.

Για τις νεοεισαχθείσες μετοχές θα πρέπει να σημειωθεί ότι το παραπάνω όριο ισχύει από 1/12/1999. Μέχρι τις 30/11/1996 το όριο αυτό ήταν $\pm 8\%$, ενώ για το διάστημα 1/12/1996 έως και 30/11/1999 το όριο ήταν $\pm 100\%$.

Σε περίπτωση που μια εισηγμένη εταιρία προχωρήσει σε (α) αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών με δικαίωμα προτίμησης υπέρ των παλαιών μετόχων, (β) έκδοση μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου με δικαίωμα προτίμησης υπέρ των παλαιών μετόχων, (γ) συγχώνευση με απορρόφηση μη εισηγμένης, (δ) συγχώνευση με απορρόφηση εισηγμένης, (ε) συνδυασμό δύο ή περισσότερων από τις παραπάνω περιπτώσεις, είτε μεταξύ τους είτε με άλλη πράξη, η τιμή αναφοράς για την διαμόρφωση των ορίων μεταβάλλεται για την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης. Συγκεκριμένα, το άνω όριο υπολογίζεται με βάση τη μεγαλύτερη τιμή μεταξύ της τιμής κλεισίματος της προηγούμενης ημέρας και της προσαρμοσμένης τιμής που προκύπτει από την εταιρική πράξη, ενώ το κάτω όριο υπολογίζεται με βάση τη μικρότερη από τις δύο προαναφερθείσες τιμές.

3.2 Προϋποθέσεις Εισαγωγής στο Χρηματιστήριο Αθηνών

Η εταιρία που σκοπεύει να προσφέρει πρωτογενώς τις μετοχές της δημόσια (στο εξής εκδότης), με σκοπό να εισαχθεί στο Χρηματιστήριο Αθηνών (στο εξής ΧΑ), οφείλει να πληροί κάποιες προϋποθέσεις, κάποιες από τις οποίες επιβάλλονται από το Ν.3371/2005 και κάποιες από τον κανονισμό του ΧΑ.

1) Η νομική κατάσταση της ανώνυμης εταιρίας πρέπει να είναι σύμφωνη με τους νόμους και τους κανονισμούς που τη διέπουν. Αναλυτικότερα, θα πρέπει η εταιρία να έχει συσταθεί έγκυρα, να είναι νόμιμος ο αριθμός των ιδρυτών της, η επωνυμία, το μέγεθος του μετοχικού της κεφαλαίου επαρκές και άλλα.

2) Το ύψος των ιδίων κεφαλαίων κατά το χρόνο υποβολής της αίτησης εισαγωγής στην κύρια αγορά θα πρέπει να είναι το λιγότερο 3.000.000 € για εισαγωγή στην κατηγορία μικρής και μεσαίας κεφαλαιοποίησης και 15.000.000 € για την κατηγορία μεγάλης κεφαλαιοποίησης, ύψος που μπορεί να αναπροσαρμοστεί από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

3) Η εταιρία θα πρέπει να έχει δημοσιεύσει ή να έχει καταθέσει στην αρμόδια αρχή τις οικονομικές καταστάσεις των τριών τουλάχιστον τελευταίων χρήσεων με

βάση τα Δ.Π.Χ.Π. (Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης), οι οικονομικές καταστάσεις αυτές να έχουν ελεγχθεί από ορκωτό λογιστή και να έχει ελεγχθεί φορολογικά για όλες τις χρήσεις μέχρι την εισαγωγή υποχρεωτικά εκτός της τελευταίας. Εταιρίες που έχουν δημοσιεύσει οικονομικές καταστάσεις για λιγότερες από τρεις χρήσεις μπορούν να εισαχθούν μόνο έπειτα από έγκριση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς.

4) Η εταιρία προς εισαγωγή θα πρέπει να έχει κέρδη προ φόρων τριετίας τουλάχιστον 2.000.000 €, κερδοφορία προ φόρων των δύο τελευταίων χρήσεων ή EBITDA τριετίας τουλάχιστον 3.000.000 € και θετικό EBITDA για τις δύο τελευταίες χρήσεις. Για την κατηγορία μεγάλης κεφαλαιοποίησης, τα αντίστοιχα ποσά είναι 6.000.000 € και 8.000.000 €. Εξαιρέση αποτελούν οι εταιρίες που υποβάλλουν αίτηση εισαγωγής χωρίς να έχουν δημοσιεύσει τις οικονομικές καταστάσεις των τριών τελευταίων χρήσεων και αυτές που έχουν κεφαλαιοποίηση άνω των 300.000.000 €.

5) Πρέπει να έχει ορισθεί ειδικός σύμβουλος, ο οποίο θα πρέπει να είναι ΑΕΠΕΥ ή κάποιο άλλο Πιστωτικό Ίδρυμα- μέλος του Χρηματιστηρίου Αθηνών και θα μπορεί να λάβει το ρόλο του Αναδόχου σε δημόσια προσφορά. Ο ειδικός σύμβουλος θα παρέχει τις υπηρεσίες του για τα δύο επόμενα χρόνια από την εισαγωγή στο Χρηματιστήριο.

6) Η εταιρία θα πρέπει να εφαρμόζει τις αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης.

7) Η νομική κατάσταση των μετοχών θα πρέπει να είναι σύμφωνη με το νόμο και τους κανονισμούς του χρηματιστηρίου (ονομαστική αξία, ισότητα, εγκυρότητα).

8) Οι μετοχές πρέπει να διαπραγματεύονται ελεύθερα, επομένως να μην υπάρχει κάποια δέσμευση των μετοχών που να μην επιτρέπει την αγοραπωλησία τους στο Χρηματιστήριο. Επίσης, μέτοχοι που κατά την εισαγωγή της εταιρίας στο χρηματιστήριο κατέχουν ποσοστό μεγαλύτερο του 5% των μετοχών της, δεν μπορούν κατά τον πρώτο χρόνο μετά την εισαγωγή να μεταβιβάσουν περισσότερο από το 25% των μετοχών που κατέχουν, με κάποιες εξαιρέσεις, όπως για παράδειγμα την πώληση σε στρατηγικό επενδυτή ή την μεταβίβαση λόγω κληρονομικής διαδοχής.

9) Θα πρέπει να υπάρχει επαρκής διασπορά των μετοχών. Σήμερα, οι μετοχές πρέπει να είναι κατανομημένες στο ευρύ επενδυτικό κοινό σε ποσοστό τουλάχιστον 25% και ειδικότερα σε τουλάχιστον 2.000 φυσικά πρόσωπα, με κανένα από αυτά να κατέχει περισσότερο από 2% του συνόλου των προς εισαγωγή μετοχών. Σε περίπτωση που η κεφαλαιοποίηση της εταιρίας είναι μεγαλύτερη του 1.000.000.000

€, θα πρέπει να κατανέμεται το 15% των εισαγόμενων μετοχών σε τουλάχιστον 10.000 φυσικά πρόσωπα, κανένα από τα οποία δε θα πρέπει να έχει στην κατοχή του πάνω από το 2% των μετοχών.

Για την περίπτωση της εισαγωγής στην κατηγορία μεγάλης κεφαλαιοποίησης, εκτός των παραπάνω, η προς εισαγωγή εταιρία θα πρέπει να έχει κεφαλαιοποίηση τουλάχιστον 150.000.000 €, με βάση το μικρότερο όριο του εύρους τιμών της δημόσιας προσφοράς.

Επιπλέον, η συνολική αξία των μετοχών που θα διατεθούν με τη δημόσια εγγραφή θα πρέπει να είναι το λιγότερο 2.000.000 €. Έως το 1998 η δημόσια εγγραφή ήταν υποχρεωτικό να αναφέρεται σε μετοχές που προέρχονται από αύξηση κεφαλαίου, κάτι που σήμερα δεν ισχύει. Έτσι, η δημόσια εγγραφή μπορεί να αναφέρεται είτε σε διάθεση μετοχών που προέρχονται από αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, είτε σε προσφορά ήδη υφιστάμενων μετοχών.

Τέλος, το χρηματιστήριο έχει τη δυνατότητα να επιβάλλει πρόσθετα μέτρα ή να απαιτήσει επιπλέον στοιχεία από την εταιρία που πρόκειται να εισαχθεί. Ένα παράδειγμα είναι η περίπτωση όπου το Χρηματιστήριο κρίνει πως η δραστηριότητα του εκδότη δεν παρουσιάζει συνοχή με αποτέλεσμα να υπάρχει κίνδυνος για το επενδυτικό κοινό. Έτσι απαιτείται στην περίπτωση αυτή από τον εκδότη να προχωρήσει στην απορρόφηση συνδεδεμένων εταιριών ή εταιριών με την ίδια μετοχική σύνθεση εντός κάποιου χρόνου, ώστε να δοθεί η άδεια για την εισαγωγή στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

3.3 Διαδικασία Εισαγωγής στο Χρηματιστήριο με Δημόσια Εγγραφή

Σύμφωνα με τον κανονισμό του Χρηματιστηρίου Αθηνών, η διαδικασία εισαγωγής με δημόσια εγγραφή περιλαμβάνει τρία βασικά στάδια. Στο πρώτο στάδιο, πραγματοποιείται από την πλευρά του εκδότη η αίτηση εισαγωγής στο Χρηματιστήριο Αθηνών και αυτή αξιολογείται. Στο δεύτερο, γίνεται η έγκριση της εισαγωγής και το τρίτο περιλαμβάνει την έναρξη της διαπραγμάτευσης της μετοχής στο χρηματιστήριο.

Πριν όμως από τα τρία αυτά βήματα, η εταιρία που επιθυμεί να προχωρήσει σε δημόσια εγγραφή θα πρέπει:

A) Να επιλέξει Σύμβουλο Έκδοσης.

B) Να επιλέξει τον Ανάδοχο (ή τους Αναδόχους).

Γ) Από τα πρόσωπα που θα υποδείξει ο Ανάδοχος- και τα οποία δεν πρέπει να συνδέονται με την εταιρία- θα πρέπει να επιλέξει αυτούς που θα πραγματοποιήσουν το νομικό, οικονομικό και λογιστικό έλεγχο της.

Στη συνέχεια ακολουθούν τα τρία βασικά στάδια εισαγωγής, που παρουσιάζονται συνοπτικά παρακάτω:

Στάδιο πρώτο:

- Υποβολή φακέλου δικαιολογητικών από τον εκδότη και τον Ειδικό Σύμβουλο ή, αν δεν υπάρχει Σύμβουλος, τον Κύριο Ανάδοχο.
- Έλεγχος από τις αρμόδιες υπηρεσίες του ΧΑ της πληρότητας των δικαιολογητικών, οι προϋποθέσεις εισαγωγής και αξιολογείται η καταλληλότητα του Εκδότη.
- Στην περίπτωση που απαιτούνται πρόσθετες προϋποθέσεις, έγγραφη ενημέρωση από το ΧΑ στον Κύριο Ανάδοχο και στην εταιρία.
- Έγγραφη απάντηση από την πλευρά του Ειδικού Συμβούλου ή του Κυρίου Αναδόχου σχετικά με τις πρόσθετες προϋποθέσεις.
- Έγγραφη ενημέρωση από το ΧΑ προς την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς σχετικά με την έγκριση της αίτησης εισαγωγής.

Η υποβολή από την πλευρά του εκδότη της αίτησης για άδεια δημόσιας προσφοράς και έγκριση του ενημερωτικού δελτίου δεν απαιτεί την ολοκλήρωση της παραπάνω διαδικασίας.

Το ενημερωτικό δελτίο είναι ένα έντυπο που εκδίδεται από την εταιρία, απευθύνεται στο επενδυτικό κοινό και περιέχει όλη την πληροφόρηση που απαιτεί ο νόμος ώστε να μπορεί να υπάρξει σωστή εκτίμηση από τους συντελεστές της αγοράς. Ανάμεσα σε άλλες πληροφορίες, το ενημερωτικό δελτίο θα πρέπει να ενημερώνει σχετικά με τη δραστηριότητα της εταιρίας, τις μετοχές, τις οικονομικές καταστάσεις και τα πρόσωπα που απαρτίζουν τη διοίκηση.

Παράλληλα, στην περίπτωση που η διασπορά των μετοχών θα επιτευχθεί με δημόσια προσφορά, θα πρέπει η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς να χορηγήσει άδεια, αφού

δοθούν από την πλευρά του εκδότη και του Συμβούλου ή του Κυρίου Αναδόχου πληροφορίες σχετικά τη δημόσια προσφορά, όπως την περίοδο κατά την οποία αυτή θα λάβει χώρα και τον αριθμό των μετοχών που θα εκδοθούν ή θα μεταβιβαστούν.

Στάδιο δεύτερο:

Το δεύτερο στάδιο χωρίζεται σε δύο σημεία. Πριν τη δημόσια προσφορά:

- Κατάθεση του τελικού ενημερωτικού δελτίου σε φυσική και ηλεκτρονική μορφή προκειμένου να δημοσιευτεί.
- Υποβολή της έγκρισης του ενημερωτικού δελτίου από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Μετά τη δημόσια προσφορά, ακολουθούν τα εξής βήματα:

- Γνωστοποίηση στο ΧΑ της περιόδου δημόσιας εγγραφής.
- Υποβολή φακέλου δικαιολογητικών για την εισαγωγή εντός πέντε ημερών από τη λήξη της δημόσιας προσφοράς.
- Έλεγχος του νέου φακέλου και απόφαση του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

Στάδιο τρίτο:

- Υποβολή τρίτου φακέλου δικαιολογητικών για την εισαγωγή στο χρηματιστήριο.
- Έλεγχος της πληρότητας του τρίτου φακέλου.
- Έγκριση για την εισαγωγή των μετοχών προς διαπραγμάτευση.
- Εισαγωγή ένδειξης στο ΣΑΤ και στο ΟΑΣΗΣ.

Η υποβολή των δικαιολογητικών (τα οποία δεν θεωρείται σκόπιμο να αναφερθούν στην παρούσα εργασία και μπορεί να αλλάζουν μετά από σχετική απόφαση) πρέπει να ολοκληρωθεί εντός πέντε εργάσιμων ημερών από τη λήξη της περιόδου της δημόσιας εγγραφής. Η έναρξη της διαπραγμάτευσης των μετοχών ξεκινά 15 ημερολογιακές μέρες από την ημέρα που το ΧΑ δίνει την τελική έγκριση για την εισαγωγή των μετοχών.

3.4 Ανάδοχος

Ο εκδότης, κατά τη διάρκεια της αρχικής περιόδου πριν την υποβολή της αίτησης για εισαγωγή στο χρηματιστήριο, επιλέγει ένα πιστωτικό ίδρυμα, AXE ή ΕΠΕΥ, για να αναλάβει το ρόλο του αναδόχου, δηλαδή να τρέξει τη διαδικασία της δημόσιας εγγραφής και να δρα ως σύμβουλος της εταιρίας για το κομμάτι αυτό. Εάν το ποσό και ο αριθμός των μετοχών είναι υψηλός, τότε συνηθίζεται το ρόλο του αναδόχου να αναλαμβάνουν περισσότερες από μια τράπεζες. Κύριος ανάδοχος μπορεί να είναι ένας ή και περισσότεροι. Υποχρέωση του Κύριου αναδόχου είναι να συντονίσει τη διαδικασία εισαγωγής και να ελέγχει τη σύνταξη του ενημερωτικού δελτίου, με τη βοήθεια των υπολοίπων αναδόχων.

Μια από τις βασικές υποχρεώσεις του αναδόχου είναι η σύνταξη του ενημερωτικού δελτίου με τρόπο αντικειμενικό και νόμιμο, έτσι ώστε να προστατεύονται τα συμφέροντα όλων των εμπλεκομένων (εκδότη, ΧΑ, επενδυτικού κοινού). Ο αποφασιστικός ρόλος του αναδόχου στη σύνταξη του ενημερωτικού δελτίου είναι αυτός που του μεταφέρει την ευθύνη για τυχόν ανακρίβεια ή μη πληρότητα του δελτίου αυτού, διασφάλιση της νομιμότητας της εκδότριας εταιρίας και έγκαιρη δημοσίευση.

Ο μετέπειτα ρόλος του αναδόχου διαφέρει ανάλογα με τη μορφή της σύμβασης που θα υπογραφεί μεταξύ του εκδότη και του αναδόχου. Πιο συγκεκριμένα, αν υπάρχει σύμβαση αναδοχής, ο ανάδοχος επιβλέπει τη διαδικασία της δημόσιας εγγραφής και προωθεί τις μετοχές στο κοινό χωρίς όμως να συνάπτει σύμβαση για ίδιο λογαριασμό. Οι υπηρεσίες του αναδόχου γίνονται έναντι προμήθειας. Δεύτερη περίπτωση είναι αυτή της εγγυητικής αναδοχής, στην οποία η μόνη διαφορά είναι το γεγονός ότι ο ανάδοχος υποχρεούται να καλύψει τους αδιάθετους τίτλους. Τέλος, στη σταθερή αναδοχή, ο ανάδοχος αναλαμβάνει τους τίτλους με σύμβαση ανάληψης και τους διαθέτει ο ίδιος στο επενδυτικό κοινό, ενεργώντας για λογαριασμό του.

Παράλληλα, θα πρέπει να καθοριστεί ο μέγιστος αριθμός των μετοχών που μπορεί να αποκτήσει ο κάθε επενδυτής κατά της διάρκεια της δημόσιας εγγραφής έτσι ώστε να υπάρξει η κατάλληλη διασπορά (που είναι μια από τις προϋποθέσεις για την εισαγωγή των μετοχών σε μια οργανωμένη αγορά όπως το χρηματιστήριο).

Επομένως, οι βασικοί στόχοι της δημόσιας εγγραφής που πρέπει να επιτευχθούν από τον ανάδοχο είναι οι εξής:

A) Ο εκδότης να εισπράξει το ποσό που επιθυμεί από την προσφορά των μετοχών και το οποίο έχει συμφωνηθεί εκ των προτέρων.

B) Οι επενδυτές να αποκτήσουν ένα συγκεκριμένο αριθμό μετοχών σε μια ικανοποιητική για αυτούς τιμή.

Γ) Ο ανάδοχος να διαθέσει όλες τις μετοχές στην κατάλληλη τιμή και να επιβλέψει όλη τη διαδικασία ώστε να προστατεύσει όλα τα εμπλεκόμενα μέρη.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

Η ΠΕΡΙΟΔΟΣ 1995-2010 ΓΙΑ ΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ

Η χρηματιστηριακή αγορά αποτελεί μια αντανάκλαση της οικονομίας ενός κράτους, καθώς κάθε πληροφορία που προκύπτει αποτυπώνεται στις τιμές των μετοχών. Οι πληροφορίες που επηρεάζουν το χρηματιστήριο μπορεί να έχουν να κάνουν με τις εταιρίες (κέρδη, αλλαγές προσώπων στη διοίκηση, αναμενόμενες αποφάσεις), τον κλάδο (προοπτικές, αλλαγές στην κατανάλωση, τεχνολογικές αλλαγές) και την οικονομία γενικότερα (εισόδημα, αξιολόγηση κρατικών ομολόγων, κυβερνητικές αποφάσεις, ξένα χρηματιστήρια). Ένα δείγμα της πορείας της οικονομίας λοιπόν είναι και η διακύμανση του γενικού δείκτη στην πορεία της περιόδου αυτής.

Η περίοδος αυτή χαρακτηρίζεται από διάφορα σημαντικά γεγονότα που επηρέασαν αφ' ενός την πορεία της ελληνικής οικονομίας, αφ' ετέρου την πορεία του χρηματιστηρίου. Μερικά από τα πιο αξιοσημείωτα συμβάντα της περιόδου αυτής είναι τα εξής:

- Η κορύφωση του ενδιαφέροντος για το χρηματιστήριο το 1999.
- Η είσοδος της Ελλάδας στη ζώνη του ευρώ.
- Η παγκόσμια οικονομική κρίση του 2008, που συνεχίστηκε με το «ελληνικό πρόβλημα» στα τέλη του 2009.
- Η είσοδος στο χρηματιστήριο εταιριών υπό τον έλεγχο του κράτους (για παράδειγμα ΟΤΕ, ΔΕΗ, ΕΥΔΑΠ, ΟΛΠ).
- Αλλαγές στον τρόπο διαπραγμάτευσης των μετοχών (για παράδειγμα στα ημερήσια όρια διακύμανσης των μετοχών), αλλά και η εισαγωγή του νέου συστήματος ηλεκτρονικών συναλλαγών Ο.Α.Σ.Η.Σ (Ολοκληρωμένο Αυτοματοποιημένο Σύστημα Ηλεκτρονικών Συναλλαγών) αντί του συστήματος Α.Σ.Η.Σ. (Αυτόματο Σύστημα Ηλεκτρονικών Συναλλαγών).

Ο παρακάτω πίνακας δίνει κάποια στοιχεία για την πορεία του γενικού δείκτη όσον αφορά την περίοδο από το 1995 μέχρι και το τέλος του Αυγούστου του 2010,

ενώ τα διαγράμματα βοηθούν να βγάλουμε κάποια συμπεράσματα για την πορεία του ελληνικού χρηματιστηρίου. Η απόδοση του κάθε έτους υπολογίστηκε με βάση την πρώτη και την τελευταία τιμή του έτους, με τον εξής τύπο:

$$R = \frac{P_{t+1} - P_t}{P_t}$$

όπου R: η ετήσια απόδοση

P_{t+1} : η τελευταία τιμή κλεισίματος του έτους

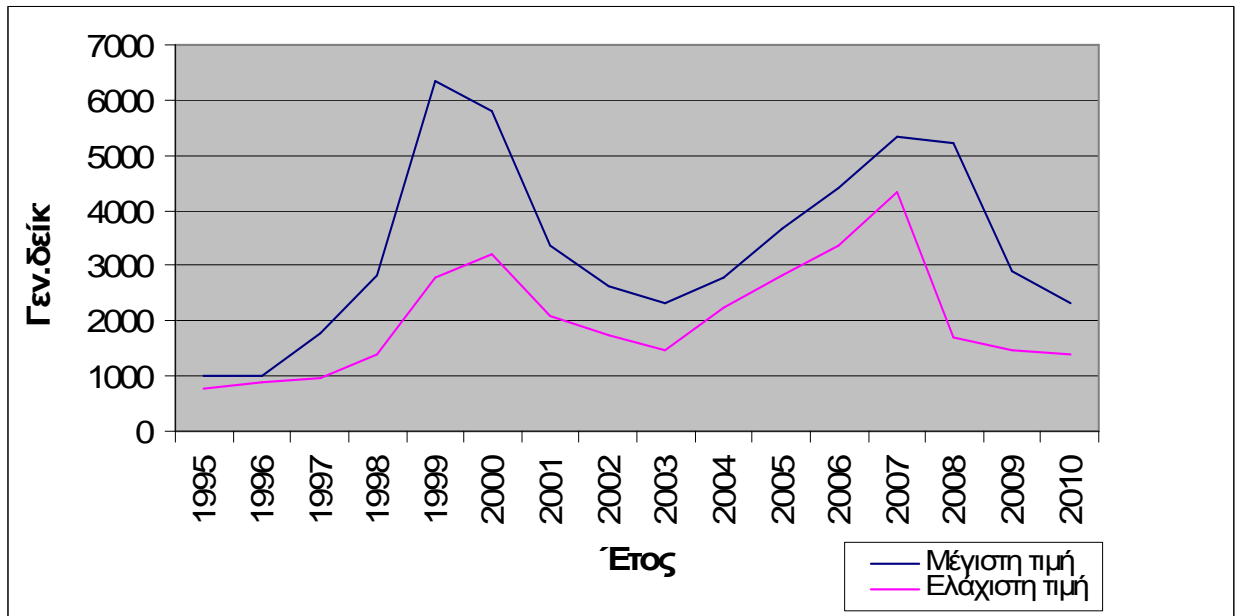
P_t : η πρώτη τιμή κλεισίματος του έτους

Πίνακας 4: Μέγιστη, ελάχιστη τιμή και απόδοση έτους γενικού δείκτη

Έτος	Μέγιστη τιμή	Ελάχιστη τιμή	Απόδοση έτους
1995	992,59	787,15	4,71%
1996	1.017,96	872,99	3,30%
1997	1.794,14	954,54	55,01%
1998	2.825,52	1.380,13	84,67%
1999	6.355,04	2.798,21	89,47%
2000	5.794,85	3.213,42	-41,52%
2001	3.360,51	2.105,56	-22,82%
2002	2.646,38	1.727,09	-33,45%
2003	2.310,52	1.467,30	27,38%
2004	2.788,67	2.227,33	20,42%
2005	3.663,90	2.818,33	29,71%
2006	4.395,43	3.379,28	19,95%
2007	5.334,50	4.344,79	15,95%
2008	5.207,44	1.711,80	-65,69%
2009	2.896,91	1.469,41	21,21%
2010*	2.327,57	1.403,92	-28,97%

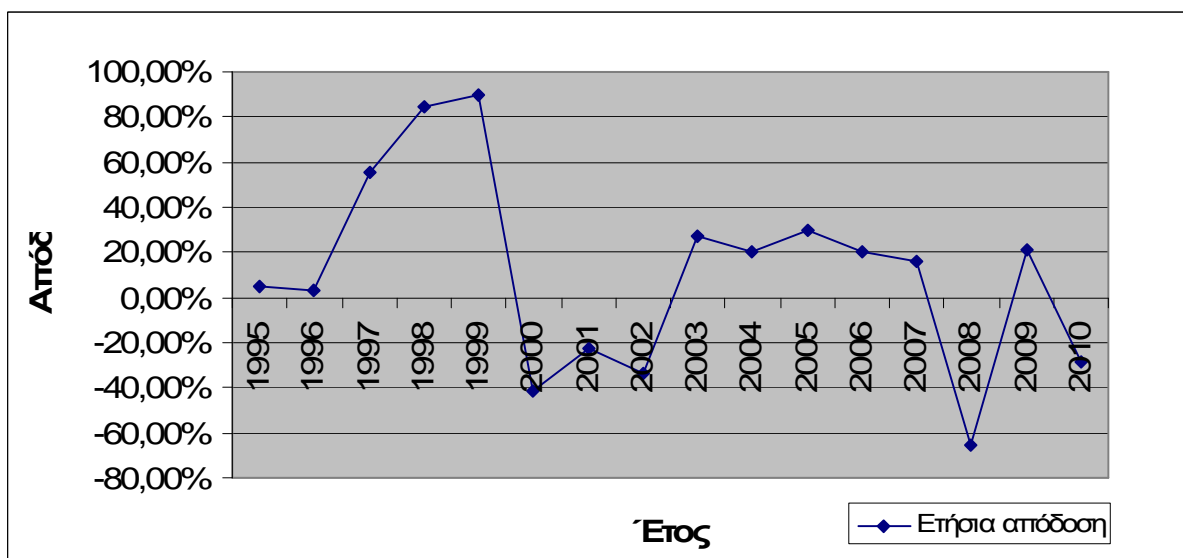
*Για το 2010 τα στοιχεία αφορούν την περίοδο μέχρι και τις 31/8/2010

Στο πρώτο διάγραμμα διακρίνεται με γαλάζια γραμμή η μέγιστη τιμή του γενικού δείκτη για το κάθε έτος, ενώ με ροζ γραμμή η ελάχιστη. Η κίνηση της μέγιστης και της ελάχιστης τιμής είναι παράλληλη, κάτι που σημαίνει πως οι αλλαγές στο κλίμα ήταν ξεκάθαρες κάθε χρονιά.



Διάγραμμα 1: Η μέγιστη και ελάχιστη τιμή του γενικού δείκτη για κάθε έτος

Στο δεύτερο διάγραμμα, παρουσιάζεται διαχρονικά η ετήσια απόδοση του γενικού δείκτη για κάθε έτος, έτσι ώστε να είναι εφικτή η άμεση σύγκριση.



Διάγραμμα 2: Η διαχρονική εξέλιξη της ετήσιας απόδοσης του γενικού δείκτη

Για τα δύο πρώτα έτη του δείγματος η τάση είναι ελαφρά ανοδική, με μονοψήφιο ποσοστό απόδοσης. Η περίοδος 1997-1999 χαρακτηρίζεται από έντονη άνοδο. Η τιμή του γενικού δείκτη έφτασε σε επίπεδο ρεκόρ το 1999, αφού τα προηγούμενα έτη η άνοδος είχε συνεχώς αυξητικές τάσεις. Η επόμενη τριετία, 2000-2002 χαρακτηρίζεται από αντίστοιχης έντασης πτώση, φτάνοντας σε χαμηλό το έτος 2003, στο οποίο ξεκίνησε και η αντιστροφή του κλίματος. Έως και το 2007 ο γενικός δείκτης ανέβαινε διαρκώς, πλησιάζοντας τα επίπεδα του 1999, η άνοδος αυτή όμως ήταν πιο αργή και σταθερή από την έκρηξη που είχε συμβεί το 1999. Το 2008, η παγκόσμια κρίση επηρεάζει όπως είναι λογικό και το ελληνικό χρηματιστήριο, το οποίο παρουσιάζει τεράστια πτώση. Η προσπάθεια επανόδου του έτους 2009 σταματά με τις συνεχείς υποβαθμίσεις της ελληνικής οικονομίας στο τέλος του 2009 και στις αρχές του 2010, κάτι που αποτυπώνεται χαρακτηριστικά στις συνεδριάσεις της αρχής του τρέχοντος έτους.

Τα δύο σημαντικότερα χρονικά σημεία στη δεκαπενταετία που μελετάται φαίνεται πως είναι το 1999 και το 2008. Το 1999 σκάει η «φούσκα» του χρηματιστηρίου (όπως πολλοί χαρακτηρίζουν την ευφορία που επικρατούσε μέχρι τότε στην αγορά), θέτοντας ένα νέο σημείο αναφοράς στη μελέτη του χρηματιστηρίου στην Ελλάδα, ενώ το 2008 η παγκόσμια κρίση που ξεκίνησε από την πτώχευση της Lehmann Brothers και αποκάλυψε πολλές ατέλειες στις αγορές «καταρράκωσε την παγκόσμια χρηματιστηριακή αγορά. Στη συνέχεια το συνεχές «φλερτ» της Ελλάδας με τη χρεοκοπία και οι συνεχείς προσπάθειες ανάκαμψης οδηγούν-ανάμεσα σε όλα τα υπόλοιπα-και το χρηματιστήριο σε μια πορεία η κατάληξη της οποίας αναμένεται στα επόμενα χρόνια.

Συνοψίζοντας, η πορεία του χρηματιστηρίου επιτρέπει τον διαχωρισμό του μελετώμενου χρονικού διαστήματος σε υποπεριόδους: η ανοδική περίοδος 1995-1999, στη συνέχεια η πτωτική περίοδος 2000-2003, η επανάκαμψη του δείκτη την περίοδο 2004-2007, και η περίοδος 2008-2010 που είναι επίσης πτωτική και η κίνησή της συνεχίζεται.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΔΕΔΟΜΕΝΑ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

5.1 Δεδομένα

Για τις ανάγκες της εργασίας χρησιμοποιήθηκαν οι ημερήσιες τιμές του Χρηματιστηρίου Αθηνών για την περίοδο 1995-2009. Τα δεδομένα προέρχονται από το ίδιο το Χρηματιστήριο και τη βάση δεδομένων του Πανεπιστημίου Μακεδονίας. Πιο συγκεκριμένα, στη βραχυχρόνια μελέτη (από μία έως και δέκα ημέρες), τα στοιχεία που χρησιμοποιήθηκαν ήταν οι ιστορικές κλεισίματος του Χρηματιστηρίου Αθηνών, ενώ στους μακροπρόθεσμους υπολογισμούς (από ένα έως και τριάντα έξι μήνες) χρησιμοποιήθηκαν τιμές προσαρμοσμένες σε splits, από τη βάση δεδομένων του Πανεπιστημίου. Για τις τιμές από 1995-2000 οι τιμές μετατράπηκαν από δραχμές σε ευρώ με στρογγυλοποίηση στο δεύτερο δεκαδικό ψηφίο (cent). Να σημειωθεί πως για τη μελέτη των φαινομένων χρησιμοποιήθηκαν δεδομένα μέχρι και την 31^η Αυγούστου του 2010. Για τη συγκεκριμένη περίοδο του 2010 δεν υπήρξε καμία αρχική δημόσια εγγραφή.

Κατά την περίοδο που μελετάται, οι αρχικές δημόσιες εγγραφές ήταν συνολικά 244. Λόγω έλλειψης δεδομένων, για τη μελέτη του φαινομένου της υποτιμολόγησης θα χρησιμοποιηθούν 233 αρχικές δημόσιες εγγραφές, ενώ για τη μελέτη της μακροχρόνιας απόδοσης τους θα χρησιμοποιηθούν και οι 244 δημόσιες εγγραφές της περιόδου 1995-2009. Από τις 11 αρχικές δημόσιες εγγραφές που λείπουν, η μία πραγματοποιήθηκε το 1996, η άλλη το 1997 και οι υπόλοιπες 9 το Δεκέμβριο του 1999. Στον αριθμό των 244 δημόσιων εγγραφών καταλήγουμε ως εξής: αφαιρούνται οι δημόσιες εγγραφές εταιριών που προϋπήρχαν στο Χρηματιστήριο Αθηνών, οι εταιρίες οι οποίες για διάφορους λόγους δεν εισήχθησαν τελικά στο Χρηματιστήριο, οι εταιρίες που μπήκαν στη διαδικασία να πραγματοποιήσουν δημόσια εγγραφή, όμως λόγω της ύπαρξης της απαιτούμενης διασποράς των μετοχών δεν ολοκλήρωσαν τη διαδικασία αυτή, ενώ θα πρέπει να σημειωθεί πως δεν ελήφθησαν υπόψη οι δημόσιες εγγραφές που αφορούσαν προνομιούχες μετοχές.

Η κατανομή των 244 αρχικών δημόσιων εγγραφών σε μήνα και έτος θα γίνει για λόγους ακρίβειας των υπολογισμών με βάση την ημερομηνία εισαγωγής και όχι με βάση την περίοδο δημόσιας εγγραφής. Έτσι, για παράδειγμα, μια εταιρία που πραγματοποιεί τη δημόσια εγγραφή το Δεκέμβριο του έτους X και η διαπραγμάτευση της μετοχής της στο χρηματιστήριο ξεκινάει σε κάποια συνεδρίαση του Ιανουαρίου του έτους X+1 θα λαμβάνεται υπόψη ως αρχική δημόσια εγγραφή του Ιανουαρίου του έτους X+1.

Αξιοσημείωτο χαρακτηριστικό των δημόσιων εγγραφών είναι και η «ηλικία» της εταιρίας που πραγματοποιεί τη δημόσια εγγραφή. Ως ηλικία θα ορίσουμε τη διαφορά μεταξύ του έτους εισαγωγής στο χρηματιστήριο και του έτους ίδρυσης της εταιρίας. Σε κάποιες περιπτώσεις όπου δεν βρέθηκε το ακριβές έτος ίδρυσης, ελήφθη υπόψη το έτος στο οποίο η εταιρία μετατράπηκε σε ανώνυμη εταιρία. Για την περίοδο 1995-2009 η μέση ηλικία των εταιριών που εισήχθησαν στο χρηματιστήριο είναι 16,68 ετών.

Επίσης χρήσιμη πληροφορία που αφορά τις δημόσιες εγγραφές είναι το ύψος του κεφαλαίου που συγκεντρώνουν κατά τη δημόσια εγγραφή, που είναι άλλωστε και ο σημαντικότερος λόγος για τον οποίο πραγματοποιείται η προσφορά των μετοχών. Στην παρούσα εργασία τα «αντληθέντα κεφάλαια» της αρχικής δημόσιας εγγραφής θα υπολογίζονται ως το άθροισμα των κεφαλαίων που συγκεντρώθηκαν από το επενδυτικό κοινό, ιδιωτικές τοποθετήσεις και θεσμικούς επενδυτές. Συνολικά, κατά τη δεκαπενταετία 1995-2009 συγκεντρώθηκαν 7.939.271.319 €, ενώ το μέσο ποσό που άντλησε κάθε εταιρία ανήλθε στα 32.537.997,21 €.

Στον επόμενο πίνακα μπορούμε να δούμε συνοπτικά για κάθε χρόνο τον αριθμό των αρχικών δημόσιων εγγραφών, τη μέση ηλικία των εταιριών που εισήχθησαν και το ύψος των κεφαλαίων που αντλήθηκαν.

Πίνακας 5: Χαρακτηριστικά ΑΔΕ 1995-2009

Έτος	Αριθμός δημόσιων εγγραφών	Σύνολο αντληθέντων κεφαλαίων	Μέσα αντληθέντα κεφάλαια	Μέση ηλικία εταιρίας
1995	20	65.039.857	3.251.992,87	14,20
1996	20	336.561.655	16.828.082,76	16,70
1997	12	50.194.335	4.182.861,21	18,08
1998	23	610.899.095	26.560.830,20	19,83
1999	37	897.158.348	24.247.522,91	18,57
2000	52	2.842.882.534	54.670.817,95	16,35
2001	21	1.496.184.769	71.246.893,76	20,00
2002	21	101.409.964	4.829.045,90	10,67
2003	14	120.009.820	8.572.130,00	15,29
2004	10	101.025.511	10.102.551,12	14,30
2005	7	81.860.152	11.694.307,43	11,14
2006	2	725.311.769	362.655.884,30	29,00
2007	3	477.396.091	159.132.030,47	25,67
2008	1	23.337.420	23.337.420,00	17,00
2009	1	10.000.000	10.000.000,00	10,00
Σύνολο	244	7.939.271.319	32.537.997,21	16,67622951

Στη μακροχρόνια ανάλυση της απόδοσης των νεοεισερχόμενων μετοχών, υπάρχει ένα σημαντικό πρόβλημα, αυτό που αφορά τα όρια διακύμανσης των μετοχών για τις τρεις πρώτες ημέρες διαπραγμάτευσης. Όπως αναφέρθηκε και στο τρίτο μέρος της παρούσας εργασίας, για τα όρια αυτά ήταν:

- 8% για την περίοδο έως και το τέλος του Νοεμβρίου του 1996.
- 100% για την περίοδο από το Δεκέμβριο του 1997 έως και το τέλος του Δεκεμβρίου του 1998.
- τα όρια αυτά καταργήθηκαν από τον Δεκέμβριο του 1999.

Η ύπαρξη των πιο πάνω ορίων δημιουργεί το εξής πρόβλημα: εάν το επενδυτικό κοινό θεωρεί πως μια μετοχή είναι υποτιμολογημένη σε ποσοστό μεγαλύτερο από το ημερήσιο όριο, θα συνεχίσει να κινείται ανοδικά και τις επόμενες

ημέρες, παρατείνοντας αυτό που θεωρείται αρχικό διάστημα διαπραγμάτευσης. Η σκέψη αυτή ενισχύεται, λαμβάνοντας υπόψη πως για τα έτη 1995 και 1996, στα οποία το όριο ήταν 8%, 29 στις 39 δημόσιες εγγραφές για τις οποίες υπάρχουν στοιχεία είχαν απόδοση (θετική ή αρνητική) πολύ κοντά ή ακριβώς 8%, ενώ για τα έτη 1997, 1998 μέχρι και το Νοέμβριο του 1999, που υπήρχε το όριο 100%, 33 στις 62 δημόσιες εγγραφές για τις οποίες υπάρχουν στοιχεία, είχαν απόδοση πρώτης ημέρας πολύ κοντά ή ακριβώς 99%. Για το Δεκέμβριο του 1999 όπου τα όρια ήταν ελεύθερα, δεν υπάρχουν στοιχεία για τη μελέτη του φαινομένου της υποτιμολόγησης. Επομένως, εάν το επενδυτικό κοινό πιστεύει πως η υποτιμολόγηση θα είναι μεγαλύτερη του ορίου, η κίνηση της μετοχής θα διαρκέσει για περισσότερες από μία μέρες.

Για το λόγο αυτό, το εξεταζόμενο χρονικό διάστημα 1995-2009 θα διασπαστεί σε δύο υποπεριόδους για τη μελέτη της αρχικής και μακροχρόνιας απόδοσης των αρχικών δημόσιων εγγραφών. Το πρώτο χρονικό διάστημα θα είναι η πενταετία 1995-1999, όπου υπάρχουν περιορισμοί ως προς τα όρια διαπραγμάτευσης και η δεύτερη υποπερίοδος θα περιλαμβάνει τα υπόλοιπα δέκα έτη του δείγματος, δηλαδή το διάστημα 2000-2009, για το οποίο τα όρια διαπραγμάτευσης των τριών πρώτων ημερών έχουν απελευθερωθεί.

5.2 Μεθοδολογία

5.2.1 Υπολογισμός της Βραχυχρόνιας Απόδοσης των Αρχικών Δημόσιων Εγγραφών

Το πρώτο φαινόμενο που θα μελετηθεί είναι η υποτιμολόγηση των αρχικών δημόσιων εγγραφών. Όπως έχει αναφερθεί και παραπάνω, η υποτιμολόγηση υπολογίζεται ως η ποσοστιαία διαφορά μεταξύ της τιμής κλεισίματος της μετοχής και της τιμής διάθεσης κατά τη δημόσια προσφορά. Συνηθίζεται στη βιβλιογραφία το χρονικό διάστημα για το οποίο γίνεται αυτός ο υπολογισμός (αρχική αγορά), να είναι μία ημέρα. Ο τύπος με τον οποίο υπολογίζεται η αρχική απόδοση της κάθε εταιρίας είναι ο εξής:

$$IR_j = \frac{(P_1 - P_0)}{P_0} \quad (1)$$

- όπου IR_j : η αρχική απόδοση.
 P_1 : η τιμή κλεισίματος της πρώτης ημέρας.
 P_0 : η τιμή διάθεσης.

Στη συνέχεια, υπολογίζεται η μέση αρχική απόδοση για την περίοδο 1995-2009, αλλά και για κάθε έτος ξεχωριστά, με τον παρακάτω τύπο:

$$AIR_t = \frac{\sum_{j=1}^n IR_j}{n} \quad (2)$$

- όπου AIR_t : η μέση αρχική απόδοση για το έτος t.
j: 1, 2, ..., n.
n: ο αριθμός των αρχικών δημόσιων εγγραφών του δείγματος.

Τέλος, θα πρέπει να γίνει έλεγχος, έτσι ώστε να διαπιστωθεί αν οι αρχικές αποδόσεις των δημόσιων εγγραφών είναι θετικές και στατιστικά σημαντικές σε συγκεκριμένο επίπεδο σημαντικότητας. Στην παρούσα εργασία, το επίπεδο σημαντικότητας που θα ληφθεί υπόψη είναι 5%. Ο έλεγχος αυτός θα γίνει μέσω του προγράμματος Eviews, όπου θα γίνουν οι εξής υποθέσεις:

$$H_0: AIR = 0$$

$$H_1: AIR \neq 0$$

Η μηδενική υπόθεση είναι ότι η μέση αρχική απόδοση ισούται με το μηδέν και η εναλλακτική πως αυτή είναι διάφορη του μηδενός, είτε μεγαλύτερη είτε μικρότερη. Για να καταλήξουμε σε κάποιο συμπέρασμα, θα πρέπει να λάβουμε υπόψη τις εξόδους του ελέγχου.

Η έξοδος του προγράμματος θα δώσει μια τιμή t-statistic η οποία υπολογίζεται με τον τύπο:

$$t = \frac{AIR}{\sigma / \sqrt{n}} \quad (3)$$

- όπου AIR: η μέση αρχική απόδοση
σ: η τυπική απόκλιση του δείγματος
n: ο αριθμός των αρχικών δημόσιων εγγραφών του δείγματος

Αν η τιμή αυτή είναι κοντά στο μηδέν, τότε και η μέση τιμή θα είναι πολύ κοντά στο μηδέν. Αν είναι θετική, τότε η μέση τιμή είναι θετική, ενώ σε αντίθετη περίπτωση η μέση τιμή θα είναι αρνητική. Εκτός του t-statistic, δίνεται και μία τιμή “probability value”, η οποία αντικατοπτρίζει την πιθανότητα η τιμή του t-statistic να βρίσκεται έξω από την θετική και αρνητική τιμή του t-statistic που έδωσε το πρόγραμμα. Στην περίπτωση αυτή η μηδενική υπόθεση απορρίπτεται είτε εάν το αποτέλεσμα είναι θετικό είτε εάν είναι αρνητικό. Παρόλα αυτά, το ενδιαφέρον στρέφεται στη μία πλευρά του ελέγχου, καθώς σκοπός είναι να βρεθεί εάν οι αποδόσεις είναι θετικές και στατιστικά σημαντικές. Για αυτό, το “probability value” θα διαιρεθεί με το 2 και το νέο αποτέλεσμα θα συγκριθεί με το επίπεδο σημαντικότητας. Εάν η τιμή αυτή είναι μεγαλύτερη του επιπέδου σημαντικότητας (εδώ 5%), τότε αποδεχόμαστε τη μηδενική υπόθεση, ενώ αν είναι μικρότερη, η μηδενική υπόθεση απορρίπτεται κι έτσι ισχύει το φαινόμενο υποτιμολόγησης για την εξεταζόμενη περίοδο.

Το φαινόμενο αυτό θα μελετηθεί και με δεύτερο τρόπο, χρησιμοποιώντας ως σημείο σύγκρισης την απόδοση του γενικού δείκτη του χρηματιστηρίου για τις αντίστοιχες ημέρες των δημόσιων εγγραφών. Ο υπολογισμός της απόδοσης του γενικού δείκτη θα γίνει με τον τύπο (1). Με τον τρόπο αυτό θα υπολογιστεί η επιπλέον απόδοση της κάθε δημόσιας εγγραφής για την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης, η οποία θα υπολογιστεί ως η διαφορά της απόδοσης του γενικού δείκτη από την αρχική απόδοση της δημόσιας εγγραφής:

$$AdIR_j = IR_j - IndR \quad (4)$$

- όπου AdIR_j: η επιπλέον αρχική απόδοση.
IR_j: η αρχική απόδοση.
IndR: η απόδοση του δείκτη κατά τη μέρα της δημόσιας εγγραφής.

Με τον τύπο (2) θα υπολογιστεί η μέση επιπλέον αρχική απόδοση κι έπειτα θα γίνει ξανά ο αντίστοιχος έλεγχος με αυτόν που έγινε κατά τον πρώτο τρόπο.

5.2.2 Υπολογισμός της Μακροχρόνιας Απόδοσης των Αρχικών Δημόσιων Εγγραφών

Η μακροχρόνια απόδοση των αρχικών δημόσιων εγγραφών θα υπολογιστεί με δύο διαφορετικούς τρόπους. Με τον πρώτο τρόπο υπολογίζεται η μηνιαία απόδοση της κάθε μετοχής για 36 συνεχόμενους μήνες. Ο πρώτος μήνας ξεκινάει ακριβώς μετά το αρχικό διάστημα της διαπραγμάτευσης, στο οποίο παρατηρείται το φαινόμενο της υποτιμολόγησης. Εδώ θα πρέπει να σημειωθεί ότι ως «μήνας» στη μελέτη του φαινομένου αυτού δεν υπολογίζεται ο ημερολογιακός μήνας των 30 ημερών. Αντί αυτού, και λαμβάνοντας υπόψη πως κατά μέσο όρο σε έναν ημερολογιακό μήνα πραγματοποιούνται 21 συνεδριάσεις, η τελική τιμή κάθε μήνα θα είναι η 21^η στη σειρά παρατήρηση. Για παράδειγμα, αν το αρχικό διάστημα διαπραγμάτευσης διαρκεί μια ημέρα, όπως συμβαίνει στην παρούσα εργασία, η τιμή κλεισίματος της ημέρας αυτής θα θεωρείται η τιμή κλεισίματος του μήνα «0», η 22^η στη σειρά τιμή θα είναι η τιμή κλεισίματος του μήνα «1» και ούτω καθ' εξής.

Η μηνιαία απόδοση για 36 μήνες θα υπολογίζεται με τον παρακάτω τύπο. Σε περίπτωση που η μετοχή πάψει να διαπραγματεύεται πριν από το πέρας των 36 μηνών, ως τιμή κλεισίματος του τελευταίου μήνα θα λαμβάνεται η τιμή κλεισίματος της μετοχής κατά την τελευταία μέρα διαπραγμάτευσής της στο χρηματιστήριο.

$$mR_i = \frac{mP_i - mP_{i-1}}{mP_{i-1}} \quad (5)$$

- όπου mR: η μηνιαία απόδοση της κάθε μετοχής.
mP: η τιμή κλεισίματος του κάθε μήνα.
i: ο δείκτης των μηνών από 1 έως 36.

Στη συνέχεια, για κάθε μήνα θα υπολογίζεται η μέση μηνιαία απόδοση των μετοχών:

$$AmR_i = \frac{\sum_{j=1}^n mR_{ij}}{n} \quad (6)$$

- όπου AmR : η μέση μηνιαία απόδοση.
 mR : η μηνιαία απόδοση της κάθε μετοχής.
 i : ο δείκτης των μηνών.
 j : ο μετρητής των μετοχών.
 n : ο αριθμός των μετοχών του δείγματος.

Και τέλος, η σωρευτική απόδοση των 36 μηνών, έτσι ώστε να υπολογιστεί η μέση απόδοση των μετοχών για τα χρονικά διαστήματα των 1,2,3...36 μηνών:

$$AccR = \sum_{i=1}^{36} AmR_i \quad (7)$$

- όπου $AccR$: η σωρευτική απόδοση των 36 μηνών.
 AmR : η μέση μηνιαία απόδοση.
 i : ο δείκτης των μηνών.

Ακολουθεί η μελέτη του φαινομένου της χαμηλής απόδοσης των αρχικών δημόσιων εγγραφών σε σχέση με την υπόλοιπη αγορά (underperformance of IPO's). Αυτό θα γίνει αν ακολουθήσουμε την ίδια διαδικασία με πριν, με μια διαφορά: θα πρέπει από την μηνιαία απόδοση κάθε μετοχής αφαιρέσουμε την απόδοση του γενικού δείκτη του χρηματιστηρίου για το ίδιο χρονικό διάστημα.

$$AdmR = mR - mIndR \quad (8)$$

- όπου $AdmR$: η επιπλέον μηνιαία απόδοση της κάθε μετοχής.
 mR : η μηνιαία απόδοση της κάθε μετοχής.
 $mIndR$: η μηνιαία απόδοση του γενικού δείκτη.

$$AAdmR_i = \frac{\sum_{j=1}^n AdmR_{ij}}{n} \quad (9)$$

όπου AAdmR: η μέση επιπλέον μηνιαία απόδοση.

AdmR: η επιπλέον μηνιαία απόδοση της κάθε μετοχής.

i: ο δείκτης των μηνών.

j: ο μετρητής των μετοχών.

n: ο αριθμός των μετοχών του δείγματος.

$$AdAccR = \sum_{i=1}^{36} AAdmR_i \quad (10)$$

όπου AdAccR: η επιπλέον σωρευτική απόδοση των 36 μηνών.

AAdmR: η επιπλέον μέση μηνιαία απόδοση.

i: ο δείκτης των μηνών.

Αν η απόδοση αυτή είναι αρνητική, τότε καταλήγουμε στο συμπέρασμα πως οι αρχικές δημόσιες εγγραφές έχουν χαμηλότερη απόδοση για χρονικό διάστημα τριών ετών, ενώ υπάρχει η δυνατότητα να μελετηθεί και η απόδοση για μικρότερα χρονικά διαστήματα (για παράδειγμα ενός ή δύο ετών).

Ο δεύτερος τρόπος που θα χρησιμοποιηθεί για τη μελέτη της μακροχρόνιας απόδοσης είναι η μέθοδος “buy and hold”. Υπολογίζεται η απόδοση που θα έχει ένας επενδυτής στην περίπτωση που αγοράσει τον τίτλο στη λήξη της αρχικής περιόδου διαπραγμάτευσης και τον διατηρήσει στην κατοχή του είτε για 36 μήνες, είτε μέχρι την παύση της διαπραγμάτευσης της στο χρηματιστήριο, αν αυτή συμβεί εντός του χρονικού ορίζοντα των 3 ετών. Με βάση τη μέθοδο αυτή, αρχικά θα υπολογιστεί η απόδοση κάθε μετοχής και στη συνέχεια θα υπολογιστεί η μέση απόδοση των μετοχών με τον τύπο

$$BHR = \frac{Pm_{36} - Pm_0}{Pm_0} \quad (11)$$

όπου BHR: η απόδοση 36 μηνών με τη μέθοδο buy and hold.

Pm_{36} : η τιμή κλεισίματος του 36^{ου} μήνα.

Pm_0 : η τιμή κλεισίματος της αρχικής περιόδου.

Αφού υπολογιστεί η απόδοση του δείκτη με τον ίδιο τρόπο, στη συνέχεια θα υπολογιστεί για κάθε μετοχή η απόδοσή της σε σχέση με το γενικό δείκτη για το ίδιο χρονικό διάστημα:

$$AdBHR = BHA - BHD \quad (12)$$

όπου AdBHR: η επιπλέον απόδοση 36 μηνών με τη μέθοδο buy and hold.

BHA: η απόδοση 36 μηνών με τη μέθοδο buy and hold.

BHD: η απόδοση 36 μηνών για το δείκτη.

Όπως και με τον πρώτο τρόπο, αν η παραπάνω απόδοση είναι αρνητική, καταλήγουμε στο συμπέρασμα πως η αγορά αποδίδει καλύτερα από τις αρχικές δημόσιες εγγραφές, με χρονικό ορίζοντα τριών ετών.

Τελευταίο βήμα, όπως και στην περίπτωση του φαινομένου της υποτιμολόγησης, είναι ο έλεγχος για το αν οι αποδόσεις ακολουθούν την ίδια πορεία συστηματικά και είναι στατιστικά σημαντικές. Ο έλεγχος θα γίνει για 12, 24 και 36 μήνες με τον εξής τρόπο: θα υπολογιστεί για κάθε δημόσια εγγραφή η σωρευτική απόδοση και η επιπλέον σωρευτική απόδοση για 12, 24 και 36 μήνες. Στη συνέχεια θα υπολογιστεί η μέση σωρευτική απόδοση για τα αντίστοιχα χρονικά διαστήματα. Η βασική υπόθεση θα είναι

$$H_0: AdAccR = 0$$

$$H_1: AdAccR \neq 0$$

Όπως και στο φαινόμενο της υποτιμολόγησης, το πρόγραμμα θα δώσει ως έξοδο μια τιμή t-statistic, η οποία θα υπολογιστεί με τον ίδιο τύπο. Μια θετική και στατιστικά σημαντική τιμή στο t-statistic σε περίπτωση απόρριψης της μηδενικής

υπόθεσης, θα δείξει πως η επιπλέον σωρευτική απόδοση είναι θετική, επομένως οι νεοεισηγμένες μετοχές απέδωσαν γενικά καλύτερα από την αγορά. Στην αντίθετη περίπτωση, η αγορά θα έχει αποδώσει καλύτερα. Το probability value και σε αυτή την περίπτωση θα διαιρεθεί με το 2, έτσι ώστε να έχουμε έλεγχο μόνο για τη μία πλευρά της κατανομής t . Στη συνέχεια το αποτέλεσμα θα συγκριθεί με το καθορισμένο επίπεδο σημαντικότητας, που όπως έχει αναφερθεί είναι 5%, ώστε να ελεγχθεί η στατιστική σημαντικότητα των αποτελεσμάτων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

ΕΜΠΕΙΡΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

6.1 Η Βραχυχρόνια Απόδοση των Αρχικών Δημόσιων Εγγραφών

Τα αποτελέσματα της μελέτης για το φαινόμενο της υποτιμολόγησης των αρχικών δημοσίων εγγραφών (ΑΔΕ) δείχνουν πως ισχύει για την πλειοψηφία των ετών του χρονικού διαστήματος 1995-2009, όπως δείχνει ο παρακάτω πίνακας:

Πίνακας 6: Μέση αρχική απόδοση για το διάστημα 1995-2009

Έτος	Αριθμός αρχ. δημοσίων εγγραφών στο δείγμα	Θετικές αποδόσεις	Μέση αρχική απόδοση
1995	20	15	4,72%
1996	19	16	5,47%
1997	11	9	35,15%
1998	23	23	63,14%
1999	28	27	89,35%
2000	52	41	63,33%
2001	21	11	34,94%
2002	21	13	26,16%
2003	14	11	8,91%
2004	10	5	-11,20%
2005	7	3	2,38%
2006	2	2	10,41%
2007	3	2	37,39%
2008	1	0	-2,67%
2009	1	1	4%
Σύνολο	233	179	39,82%

Για την ακρίβεια, από τα 15 έτη, μόνο τα 2 παρουσιάζουν αρνητική μέση αρχική απόδοση, και πιο συγκεκριμένα τα έτη 2004, όπου υπήρχαν 10 αρχικές δημόσιες εγγραφές, και 2008, όπου υπήρχε μόλις μία. Συνολικά, από τις 233 αρχικές δημόσιες εγγραφές, οι 179 είχαν θετική αρχική απόδοση, κάτι που σημαίνει ποσοστό 76,82%.

Διαχωρίζοντας την περίοδο 1995-2009 σε δύο υποπεριόδους, όπως σημειώθηκε στην προηγούμενη ενότητα, παρατηρούμε πως για το χρονικό διάστημα 1995-1999, το 89,11% των αρχικών δημόσιων εγγραφών είχαν θετική αρχική απόδοση (90 στις 101), ενώ για το διάστημα 2000-2009 το αντίστοιχο ποσοστό φτάνει στο 67,42% (89 στις 132).

Εξετάζοντας τις αποδόσεις της πρώτης ημέρας για τις αρχικές δημόσιες εγγραφές ολόκληρης της χρονικής περιόδου 1995-2009 και των υποπεριόδων 1995-1999 και 2000-2009, καταλήγουμε στα εξής χαρακτηριστικά:

Πίνακας 7: Περιγραφικά στατιστικά στοιχεία αρχικών αποδόσεων ΑΔΕ

Περίοδος	1995-2009	1995-1999	2000-2009
Μέσος	0,398238	0,449421	0,359076
Διάμεσος	0,109515	0,257143	0,093103
Μέγιστη τιμή	3,906800	0,990000	3,906800
Ελάχιστη τιμή	-0,813906	-0,080000	-0,813906
Τυπική απόκλιση	0,649712	0,428875	0,776922

Παρατηρούμε πως η μέση αρχική απόδοση για ολόκληρη την περίοδο είναι 39,82%, με τη διάμεση τιμή να βρίσκεται στο 10,95% και την τυπική απόκλιση του δείγματος να είναι 64,97%. Η μέγιστη υποτιμολόγηση έφτασε το 390,68%, ενώ η αρχική δημόσια εγγραφή με τη μεγαλύτερη υπερτιμολόγηση είχε απόδοση -81,39%.

Για την περίοδο 1995-1999 η μέση υποτιμολόγηση έφτασε το 44,94%, η διάμεση τιμή το 25,71% και τυπική απόκλιση 42,89%, ενώ λόγω των ορίων που ίσχυαν κατά την διαπραγμάτευση των μετοχών των εταιριών την πρώτη ημέρα, η μέγιστη τιμή φτάνει το 99% και η ελάχιστη το -8%.

Η περίοδος 2000-2009 είχε μέση υποτιμολόγηση 35,91%, με διάμεση τιμή 9,31% και τυπική απόκλιση 77,69%. Η μέγιστη και η ελάχιστη τιμή της συνολικής

περιόδου βρίσκονται σε αυτή την υποπερίοδο, λόγω της κατάργησης των ορίων διαπραγμάτευσης.

Συγκρίνοντας τις δύο υποπεριόδους, η περίοδος 1995-1999, παρά την ύπαρξη των ορίων κατά τη διαπραγμάτευση παρουσιάζει μεγαλύτερη μέση αρχική απόδοση. Η περίοδος αυτή όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, είναι μια περίοδος με συνεχή άνοδο στο γενικό δείκτη του χρηματιστηρίου, κάτι που αποτυπώνεται πλήρως και στη μέση αρχική απόδοση ανά έτος, η οποία αυξάνεται φτάνοντας στο ζενίθ του 89,35% τη χρονιά ορόσημο στην ιστορία του Χρηματιστηρίου Αθηνών, το 1999. Η περίοδος 2000-2009 περιέχει 3 περιόδους διαφορετικές για το χρηματιστήριο. Από τη μία υπάρχει η περίοδος 2000-2003 όπου ο δείκτης αγγίζει ολοένα χαμηλότερα σημεία, με τις αρχικές αποδόσεις των αρχικών δημόσιων εγγραφών να ακολουθούν κατά πόδας. Στη συνέχεια η ανοδική περίοδος 2004-2007 για το χρηματιστήριο ταυτίζεται με μια περίοδο που οι δημόσιες εγγραφές είναι πολύ λιγότερες και με χαμηλές αποδόσεις, ενώ η περίοδος μετά το 2008, είναι μια περίοδος αβεβαιότητας που η εισαγωγή στο χρηματιστήριο δεν αποτελεί προτεραιότητα για τις εταιρίες. Έτσι, η εισαγωγή μόλις δύο εταιριών σε δύο χρόνια δεν αφήνει περιθώρια συζήτησης για τάση στις αποδόσεις των αρχικών δημόσιων εγγραφών, όσο για καθορισμό των αποδόσεων από τις προοπτικές των δύο συγκεκριμένων εταιριών.

Το τελευταίο βήμα της μελέτης του φαινομένου της υποτιμολόγησης είναι ο έλεγχος της στατιστικής σημαντικότητας των αποτελεσμάτων σε επίπεδο σημαντικότητας 5%. Κατά τη διάρκεια του ελέγχου της υπόθεσης $H_0: AIR=0$, βρέθηκαν τα παρακάτω t-statistic:

Πίνακας 8: Αποτελέσματα t-test

	1995-2009	1995-1999	2000-2009
t-statistic	9,356218	10,53131	5,310019
Probability value δύο πλευρών	0,0000	0,0000	0,0000
Probability value δεξιού άκρου	0,0000	0,0000	0,0000

Με βάση τα αποτελέσματα του πίνακα, η μηδενική υπόθεση απορρίπτεται και για τις τρεις περιόδους. Το t-statistic είναι θετικό και στατιστικά σημαντικό και στις τρεις περιπτώσεις, με αποτέλεσμα να εξάγεται το συμπέρασμα πως η μέση απόδοση είναι μεγαλύτερη από το μηδέν. Επιπλέον, διαιρώντας με το 2, η τιμή του probability value είναι μικρότερη από 0,05 κι έτσι καταλήγουμε στο τελικό συμπέρασμα πως η

ισχύς του φαινομένου της υποτιμολόγησης είναι στατιστικά σημαντική για το επίπεδο του 5%.

Η απόδοση της πρώτης ημέρας διαπραγμάτευσης για τις αρχικές δημόσιες εγγραφές είναι δυνατόν να μελετηθεί και σε σχέση με την απόδοση του γενικού δείκτη για την αντίστοιχη ημέρα, όπως αναφέρθηκε στην προηγούμενη ενότητα. Ομαδοποιώντας τις αρχικές δημόσιες εγγραφές κατά έτος, προκύπτει ο παρακάτω πίνακας:

Πίνακας 9: Μέση επιπλέον απόδοση ανά έτος

Έτος	Αριθμός αρχ. δημόσιων εγγραφών στο δείγμα	Θετικές επιπλέον αποδόσεις	Μέση επιπλέον αρχική απόδοση
1995	20	14	4,66%
1996	19	17	5,50%
1997	11	9	35,15%
1998	23	23	62,83%
1999	28	27	89,15%
2000	52	42	63,53%
2001	21	11	34,66%
2002	21	12	26,48%
2003	14	11	8,65%
2004	10	4	-11,38%
2005	7	3	2,20%
2006	2	2	11,88%
2007	3	2	37,29%
2008	1	0	-2,26%
2009	1	1	2,93%
Σύνολο	233	179	39,82%

Συγκρίνοντας τον πίνακα των επιπλέον αποδόσεων με τον πίνακα των απλών αποδόσεων, είναι φανερό πως οι διαφορές είναι ελάχιστες. Και στην περίπτωση αυτή το φαινόμενο της υποτιμολόγησης ισχύει για τα ίδια έτη, με τις ίδιες εξαιρέσεις, το 2004 και το 2008. Παράλληλα, η μέση επιπλέον απόδοση για κάθε έτος είναι πάρα

πολύ κοντά με τη απλή μέση απόδοση, κάτι που οδηγεί στα ίδια συμπεράσματα σχετικά με την ισχύ του φαινομένου.

Πίνακας 10: Περιγραφικά στατιστικά στοιχεία αρχικών επιπλέον αποδόσεων ΑΔΕ

Περίοδος	1995-2009	1995-1999	2000-2009
Μέσος	0,397937	0,448103	0,359552
Διάμεσος	0,120418	0,219955	0,095528
Μέγιστη τιμή	3,889026	1,029984	3,889026
Ελάχιστη τιμή	-0,826974	-0,083714	-0,826974
Τυπική απόκλιση	0,651508	0,429375	0,779461

Η μέση επιπλέον απόδοση για το συνολικό μελετώμενο διάστημα είναι 39,79%, ενώ για τις δύο υποπεριόδους είναι 44,81% και 35,96% αντίστοιχα. Οι διάμεσοι είναι θετικοί και για τις τρεις περιόδους, κάτι που είναι λογικό εφόσον η πλειονότητα των αρχικών δημόσιων εγγραφών έχει θετική επιπλέον του γενικού δείκτη απόδοση. Η μέγιστη και η ελάχιστη τιμή του δείγματος βρίσκονται στη δεύτερη υποπερίοδο, καθώς όπως αναφέρθηκε και παραπάνω, κατά την περίοδο αυτή καταργήθηκαν τα όρια διαπραγμάτευσης για τις τρεις πρώτες ημέρες διαπραγμάτευσης των αρχικών δημόσιων εγγραφών.

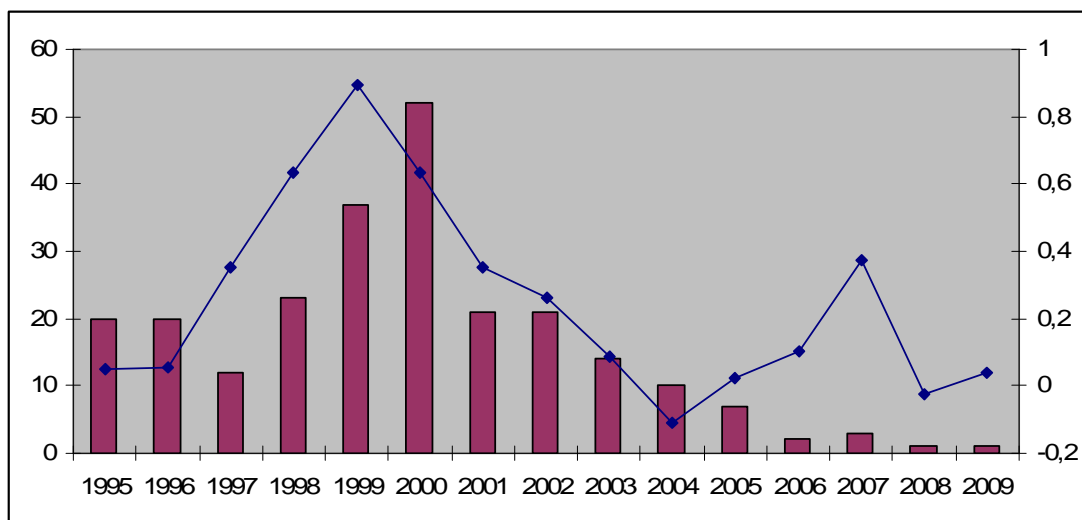
Πίνακας 11: Αποτελέσματα t-test

	1995-2009	1995-1999	2000-2009
t-statistic	9,323356	10,48821	5,299733
Probability value δύο πλευρών	0,0000	0,0000	0,0000
Probability value δεξιού άκρου	0,0000	0,0000	0,0000

Τέλος, όσον αφορά το κομμάτι του ελέγχου, παρατηρούμε πως και στις επιπλέον αποδόσεις το t-statistic είναι θετικό και στατιστικά σημαντικό, ενώ το probability value είναι μικρότερο του 0,05. Έτσι, καταλήγουμε στο συμπέρασμα πως η θετική επιπλέον απόδοση είναι στατιστικά σημαντική, επομένως το φαινόμενο της υποτιμολόγησης των δημόσιων εγγραφών ισχύει και για τις δύο υποπεριόδους.

6.2 Το Φαινόμενο των Περιόδων «Έξαρσης» των Αρχικών Δημόσιων Εγγραφών

Η αναφορά στις περιόδους «έξαρσης» των αρχικών δημόσιων εγγραφών θα γίνει σε ετήσια βάση, καθώς μηνιαία ο αριθμός των δημόσιων εγγραφών είναι πάρα πολύ μικρός ώστε να υπάρχουν ασφαλή συμπεράσματα.

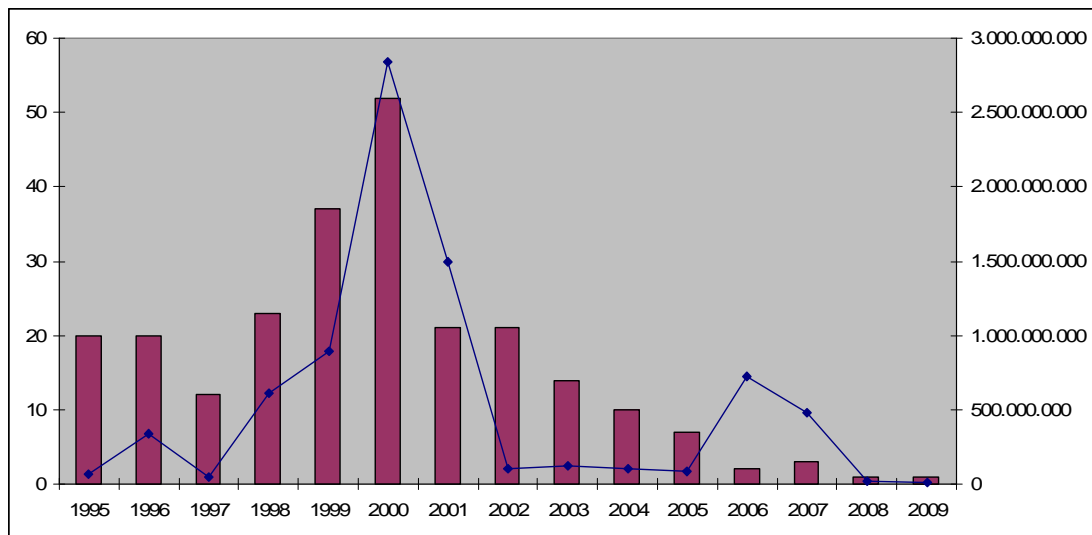


Διάγραμμα 3: Αριθμός ΑΔΕ και μέση αρχική απόδοση ανά έτος

Στο παραπάνω διάγραμμα οι ράβδοι δείχνουν τον αριθμό των αρχικών δημόσιων εγγραφών για κάθε έτος από το 1995 μέχρι και το 2009, ενώ η γραμμή συνδέει τις αντίστοιχες μέσες ημερήσιες αποδόσεις τους για το κάθε έτος.

Όπως διακρίνεται, η τριετία με τις περισσότερες αρχικές δημόσιες εγγραφές είναι και η τριετία με τις υψηλότερες αρχικές αποδόσεις. Ανατρέχοντας στους πίνακες των αντίστοιχων ενοτήτων, βλέπουμε πως οι 23 αρχικές δημόσιες εγγραφές του 1998 είχαν μέση αρχική απόδοση 63,14%, οι 28 του 1999 (καθώς για τις 9 του Δεκεμβρίου του 1999 δεν βρέθηκαν στοιχεία) είχαν απόδοση 89,35%, ενώ οι 52 του 2000 είχαν μέση απόδοση 63,33%.

Στο επόμενο διάγραμμα, οι ράβδοι και πάλι απεικονίζουν τον αριθμό των αρχικών δημόσιων εγγραφών ανά έτος, στην περίπτωση όμως αυτή η γραμμή συνδέει τα σημεία που απεικονίζουν τα συνολικά αντληθέντα κεφάλαια των δημόσιων εγγραφών για κάθε έτος.



Διάγραμμα 4: Αριθμός ΑΔΕ και αντληθέντα κεφάλαια ανά έτος

Από το διάγραμμα αυτό παρατηρούμε πως το 2000 τα συνολικά αντληθέντα κεφάλαια έφτασαν σε πολύ υψηλά επίπεδα, ενώ ακολουθούν τα έτη 2001 και 1999. Το 1999 τα συνολικά αντληθέντα κεφάλαια έφτασαν τα 897.158.348€, το 2000 το ποσό των 2.842.882.534€, ενώ το 2001 τα 1.496.184.769€.

Το συμπέρασμα είναι πως η περίοδος 1998-2000 ήταν μια “hot issue market”, όπου οι αρχικές δημόσιες εγγραφές ήταν πολλές στον αριθμό και με τεράστιες αρχικές αποδόσεις. Επιπλέον, η τριετία 1999-2001 ήταν η περίοδος με τα υψηλότερα αντληθέντα κεφάλαια, κάτι που δείχνει πως ίσως η αγορά να επηρεάζεται από τα πεπραγμένα της προηγούμενης περιόδου (αριθμός επιχειρήσεων που εισάγονται, απόδοση) για να αξιολογήσει το μέγεθος μιας αρχικής δημόσιας εγγραφής.

6.3 Η Μακροχρόνια Απόδοση των Αρχικών Δημόσιων Εγγραφών

Όπως αναφέρθηκε στην προηγούμενη ενότητα, η μελέτη της μακροχρόνιας απόδοσης θα γίνει με δύο τρόπους: από τη μία θα μελετηθούν οι συσσωρευμένες μηνιαίες αποδόσεις μέχρι και τους 36 μήνες απλά και σε σχέση με τις αποδόσεις του γενικού δείκτη, και από την άλλη η πορεία των 36 μηνών θα μελετηθεί με τη μέθοδο “buy and hold” απλά και σε σχέση με το γενικό δείκτη.

Πίνακας 12: Μέσες και σωρευτικές μηνιαίες αποδόσεις

Μήνας	1995-2009			1995-1999			2000-2009		
	n	AmR	AccR	n	AmR	AccR	n	AmR	AccR
1	244	19,54%	19,54%	112	44,00%	44,00%	132	-1,21%	-1,21%
2	244	2,01%	21,55%	112	5,70%	49,70%	132	-1,12%	-2,33%
3	244	2,19%	23,75%	112	6,08%	55,79%	132	-1,11%	-3,44%
4	244	1,88%	25,63%	112	4,69%	60,48%	132	-0,50%	-3,94%
5	244	1,38%	27,01%	112	4,97%	65,45%	132	-1,66%	-5,60%
6	244	0,85%	27,86%	112	4,52%	69,97%	132	-2,26%	-7,86%
7	244	1,20%	29,07%	112	1,00%	70,97%	132	1,38%	-6,48%
8	244	1,32%	30,39%	112	4,70%	75,67%	132	-1,56%	-8,04%
9	244	1,95%	32,34%	112	6,89%	82,56%	132	-2,24%	-10,24%
10	243	1,59%	33,93%	111	3,00%	85,56%	132	0,41%	-9,87%
11	243	1,30%	35,23%	111	4,90%	90,46%	132	-1,72%	-11,59%
12	243	1,15%	36,38%	111	0,43%	90,89%	132	1,76%	-9,83%
13	243	-0,48%	35,91%	111	1,34%	92,23%	132	-2,00%	-11,83%
14	243	-0,22%	35,69%	111	1,84%	94,07%	132	-1,95%	-13,78%
15	241	-0,29%	35,40%	111	1,08%	95,15%	130	-1,46%	-15,24%
16	240	0,50%	35,90%	111	-0,56%	94,59%	129	1,41%	-13,83%
17	240	-0,11%	35,79%	111	2,28%	96,87%	129	-2,17%	-16,00%
18	239	1,11%	36,90%	110	3,46%	100,33%	129	-0,89%	-16,89%
19	238	1,24%	38,14%	109	1,18%	101,51%	129	1,29%	-15,60%
20	238	-0,49%	37,65%	109	1,73%	103,24%	129	-2,36%	-17,96%
21	236	-0,93%	36,72%	109	-0,02%	103,22%	127	-1,71%	-19,67%
22	234	1,59%	38,31%	108	2,54%	105,76%	126	0,77%	-18,90%
23	233	1,89%	40,21%	108	5,62%	111,38%	125	-1,33%	-20,23%
24	233	1,32%	41,53%	108	1,62%	113,00%	125	1,07%	-19,16%
25	232	-1,15%	40,38%	108	-0,38%	112,62%	124	-1,81%	-20,97%
26	230	1,23%	41,61%	107	6,37%	118,99%	123	-3,24%	-24,21%
27	230	-1,55%	40,06%	107	-2,48%	116,51%	123	-0,75%	-24,96%
28	228	0,22%	40,28%	106	1,98%	118,49%	122	-1,31%	-26,27%
29	227	-0,93%	39,35%	106	1,16%	119,65%	121	-2,76%	-29,03%
30	227	-1,00%	38,35%	106	-2,12%	117,53%	121	-0,02%	-29,05%
31	226	0,92%	39,27%	106	4,10%	121,63%	120	-1,88%	-30,93%
32	225	2,60%	41,87%	105	5,50%	127,13%	120	0,05%	-30,88%
33	223	-0,85%	41,02%	105	-1,98%	125,15%	118	0,16%	-30,72%
34	222	3,27%	44,29%	105	3,68%	128,83%	117	2,91%	-27,81%
35	220	3,71%	48,00%	105	6,38%	135,21%	115	1,26%	-26,55%
36	220	0,44%	48,44%	105	-1,30%	133,91%	115	2,04%	-24,51%

Στον παραπάνω πίνακα βλέπουμε για κάθε ένα από τους πρώτους 36 μήνες μετά την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης τη μέση μηνιαία απόδοση των αρχικών δημόσιων εγγραφών, αλλά και τη σωρευτική απόδοση από 1 μέχρι και 36 μήνες, πρώτα για τη συνολική περίοδο 1995-2009 κι έπειτα για τις δύο υποπεριόδους 1995-1999 και 2000-2009.

Για τη συνολική περίοδο 1995-2009 παρατηρούμε πως η σωρευτική μέση απόδοση των αρχικών δημόσιων εγγραφών είναι 36,38% για ένα έτος, 41,53% για

δύο έτη και 48,44% για τρία έτη. Διαχωρίζοντας την περίοδο αυτή σε δύο υποπεριόδους, παρατηρούμε πως οι μετοχές που εισήχθησαν μεταξύ 1995 και 1999 είχαν σωρευτική μέση απόδοση 90,89% για ένα έτος, 113,00% για δύο έτη και 133,91% για περίοδο τριών ετών. Αντίθετα, για την περίοδο 2000-2009 οι αντίστοιχες αποδόσεις είναι αυξανόμενα αρνητικές, φτάνοντας στο -9,83%, -19,16% και -24,51% αντίστοιχα για τα τρία πρώτα έτη.

Κατά την πρώτη υποπερίοδο, οι αρχικές δημόσιες εγγραφές κινούνταν έντονα ανοδικά για το μεγαλύτερο μέρος της τριετίας, σε αντίθεση με την περίοδο 2000-2009, όπου είχαν απώλειες που συνεχώς αυξάνονταν μέχρι και το διάστημα των τριών ετών από την εισαγωγή. Θα πρέπει όμως να σημειωθούν δύο στοιχεία σχετικά με τη διαφορά αυτή: Πρώτον, η περίοδος 1995-1999 χαρακτηρίζεται από περιορισμούς στη διακύμανση των νεοεισαχθεισών μετοχών για τις πρώτες 3 ημέρες. Έτσι, η ανοδική κίνηση κάποιων μετοχών ίσως να συνεχίστηκε και μετά την πρώτη ημέρα. Ως αποτέλεσμα, βλέπουμε για την περίοδο αυτή πως η μέση απόδοση των αρχικών δημόσιων εγγραφών για τον πρώτο μήνα είναι 44%, σε αντίθεση με όλους τους υπόλοιπους μήνες όπου η μέση απόδοση είναι πάντοτε κάτω του 7%. Δεύτερον, η πρώτη υποπερίοδος χαρακτηρίζεται από έντονη άνοδο του γενικού δείκτη τιμών του Χρηματιστηρίου Αθηνών, ενώ η δεύτερη υποπερίοδος, η οποία είναι και μεγαλύτερη σε διάρκεια, περιλαμβάνει και έντονα ανοδικές, και έντονα πτωτικές περιόδους για το χρηματιστήριο. Έτσι, είναι πιο σημαντικό να μελετηθεί η απόδοση των αρχικών δημόσιων εγγραφών σε σχέση με τον γενικό δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Παράλληλα, με τον τρόπο αυτό θα εξεταστεί εάν ισχύει το φαινόμενο που παρατηρείται σε πολλές αγορές, όπου οι αρχικές δημόσιες εγγραφές αποδίδουν σε ορίζοντα τριετίας χαμηλότερα από την αγορά.

Για το λόγο αυτό, όπως αναφέρθηκε και στο κεφάλαιο 5, υπολογίζεται η απόδοση του δείκτη για τα αντίστοιχα χρονικά διαστήματα με κάθε αρχική δημόσια εγγραφή και αφαιρείται από την απόδοσή της δημόσιας εγγραφής. Το νέο ποσοστό, η διαφορά των αποδόσεων, ονομάζεται επιπλέον απόδοση της αρχικής δημόσιας εγγραφής, με τα αποτελέσματα να φαίνονται στον πίνακα 13.

Πίνακας 13: Μέσες απλές και σωρευτικές επιπλέον αποδόσεις

Μήνας	1995-2009			1995-1999			2000-2009		
	n	AAAdmR	AdAccR	n	AAAdmR	AdAccR	N	AAAdmR	AdAccR
1	244	18,14%	18,14%	112	39,08%	39,08%	132	0,37%	0,37%
2	244	1,71%	19,85%	112	2,81%	41,89%	132	0,78%	1,15%
3	244	2,49%	22,34%	112	4,15%	46,04%	132	1,09%	2,24%
4	244	1,89%	24,23%	112	2,39%	48,43%	132	1,45%	3,69%
5	244	0,52%	24,75%	112	1,79%	50,22%	132	-0,56%	3,13%
6	244	0,78%	25,53%	112	2,96%	53,18%	132	-1,07%	2,06%
7	244	0,81%	26,34%	112	-0,42%	52,76%	132	1,85%	3,91%
8	244	0,83%	27,17%	112	2,48%	55,24%	132	-0,56%	3,35%
9	244	0,86%	28,03%	112	2,39%	57,63%	132	-0,45%	2,90%
10	243	1,12%	29,15%	111	0,71%	58,34%	132	1,48%	4,38%
11	243	1,65%	30,80%	111	2,71%	61,05%	132	0,75%	5,13%
12	243	1,37%	32,17%	111	0,41%	61,46%	132	2,19%	7,32%
13	243	-1,03%	31,14%	111	-0,75%	60,71%	132	-1,27%	6,05%
14	243	-0,47%	30,67%	111	-0,36%	60,35%	132	-0,57%	5,48%
15	241	-0,25%	30,42%	111	1,05%	61,40%	130	-1,36%	4,12%
16	240	-0,76%	29,66%	111	-2,04%	59,36%	129	0,35%	4,47%
17	240	-0,58%	29,08%	111	0,37%	59,73%	129	-1,39%	3,08%
18	239	0,33%	29,41%	110	1,71%	61,44%	129	-0,85%	2,23%
19	238	0,35%	29,76%	109	0,98%	62,42%	129	-0,18%	2,05%
20	238	-0,56%	29,20%	109	1,08%	63,50%	129	-1,94%	0,11%
21	236	-1,80%	27,40%	109	-0,86%	62,64%	127	-2,61%	-2,50%
22	234	0,92%	28,32%	108	2,07%	64,71%	126	-0,08%	-2,58%
23	233	1,47%	29,79%	108	4,04%	68,75%	125	-0,74%	-3,32%
24	233	-0,14%	29,65%	108	-0,82%	67,93%	125	0,43%	-2,89%
25	232	-2,19%	27,46%	108	-2,63%	65,30%	124	-1,80%	-4,69%
26	230	1,72%	29,18%	107	5,92%	71,22%	123	-1,93%	-6,62%
27	230	-1,69%	27,49%	107	-2,87%	68,35%	123	-0,66%	-7,28%
28	228	-0,06%	27,43%	106	1,02%	69,37%	122	-1,01%	-8,29%
29	227	-0,07%	27,36%	106	1,47%	70,84%	121	-1,41%	-9,70%
30	227	-0,72%	26,64%	106	-1,01%	69,83%	121	-0,46%	-10,16%
31	226	0,79%	27,43%	106	3,19%	73,02%	120	-1,32%	-11,48%
32	225	0,87%	28,30%	105	3,03%	76,05%	120	-1,03%	-12,51%
33	223	-1,24%	27,06%	105	-1,74%	74,31%	118	-0,80%	-13,31%
34	222	2,51%	29,57%	105	3,02%	77,33%	117	2,04%	-11,27%
35	220	2,32%	31,89%	105	5,13%	82,46%	115	-0,25%	-11,52%
36	220	-0,90%	30,99%	105	-1,76%	80,70%	115	-0,10%	-11,62%

Για την περίοδο 1995-2009, η σωρευτική μέση επιπλέον απόδοση είναι 32,17% για διάστημα ενός έτους, 29,65% για διάστημα δύο ετών και 30,99% για τρία έτη. Όσον αφορά τις δύο υποπεριόδους, η πρώτη έχει και πάλι θετικές αποδόσεις, 61,46%, 67,93% και 80,70% για 1, 2 και 3 έτη, ενώ αντίθετα η δεύτερη έχει αντίστοιχες αποδόσεις 7,32%, -2,89% και -11,62%.

Τα συμπεράσματα είναι και πάλι τα ίδια, καθώς κατά την πρώτη περίοδο οι μετοχές έχουν απόδοση μεγαλύτερη από το δείκτη, ενώ κατά τη δεύτερη περίοδο οι

μετοχές όντως έχουν απόδοση χαμηλότερη από την αγορά. Και στην περίπτωση αυτή όμως δημιουργείται η ίδια ένσταση, καθώς σημαντικό ρόλο στη διαμόρφωση του αποτελέσματος παίζει ο πρώτος μήνας του διαστήματος 1995-1999, όπου οι αρχικές δημόσιες εγγραφές αποδίδουν καλύτερα από το δείκτη σε ποσοστό 39,08%.

Πίνακας 14: Αποτελέσματα t-test για 12, 24 και 36 μήνες

Μήνες		1995-2009	1995-1999	2000-2009
12	Ποσοστό αποδόσεων <0	44,03%	21,62%	62,88%
	t-statistic	5,430797	8,185604	-1,875495
	Probability value δύο πλευρών	0,0000	0,0000	0,0630
	Probability value μιας πλευράς	0,0000	0,0000	0,0315
24	Ποσοστό αποδόσεων <0	45,06%	21,30%	65,60%
	t-statistic	5,420176	9,348588	-3,163505
	Probability value δύο πλευρών	0,0000	0,0000	0,0020
	Probability value μιας πλευράς	0,0000	0,0000	0,0010
36	Ποσοστό αποδόσεων <0	40,91%	16,19%	63,48%
	t-statistic	5,490597	9,575662	-3,038481
	Probability value δύο πλευρών	0,0000	0,0000	0,0029
	Probability value μιας πλευράς	0,0000	0,0000	0,00145

Στον πίνακα 14 περιέχεται ο έλεγχος των σωρευτικών απλών αποδόσεων για διάστημα 12, 24 και 36 μήνες. Για το χρονικό διάστημα 1995-2009 η πλειονότητα των αρχικών δημόσιων εγγραφών έχει θετική απόδοση και στους 12, και στους 24 και στους 36 μήνες. Πιο συγκεκριμένα, οι αρχικές δημόσιες εγγραφές με θετική απόδοση αυξάνονται συνεχώς ως ποσοστό όσο αυξάνεται το μελετώμενο διάστημα και φτάνουν από το 55,97% στο ένα έτος, στο 59,08% στα τρία έτη. Επιπλέον, το probability value δείχνει πως αποδεχόμαστε την εναλλακτική υπόθεση πως η μέση απόδοση είναι διάφορη του μηδενός. Παρατηρώντας ότι το t-statistic είναι στατιστικά σημαντικό και θετικό και για τα 3 χρονικά διαστήματα, καταλήγουμε πως η μέση σωρευτική απλή απόδοση είναι θετική.

Οι δύο υποπερίοδοι παρουσιάζουν εντελώς αντίθετα χαρακτηριστικά. Κατά την περίοδο 1995-1999 οι αρχικές δημόσιες εγγραφές με θετική απόδοση ξεκινούν από 78,38% για διάστημα ενός έτους και φτάνουν στο 83,81% για τρία έτη. Από την

άλλη, για την περίοδο 2000-2009 κυριαρχούν οι αρχικές δημόσιες εγγραφές με αρνητική απόδοση, χωρίς όμως να παρατηρείται το φαινόμενο να αυξάνονται όσο μεγαλώνει το μελετώμενο διάστημα. Και στις 6 περιπτώσεις, το probability value για τη μία πλευρά της κατανομής είναι χαμηλότερο του 5%, επομένως απορρίπτουμε την υπόθεση ότι η μέση σωρευτική απλή απόδοση είναι μηδέν, και με βάση τα t-statistics, καταλήγουμε πως για την υποπερίοδο 1995-1999 η μέση απόδοση είναι θετική, ενώ για την υποπερίοδο 2000-2009 είναι αρνητική.

Πίνακας 15: Αποτελέσματα t-test για επιπλέον αποδόσεις 12, 24 και 36 μηνών

Μήνες		1995-2009	1995-1999	2000-2009
12	Ποσοστό αποδόσεων <0	43,62%	36,04%	50,00%
	t-statistic	5,661685	5,923333	1,547996
	Probability value δύο πλευρών	0,0000	0,0000	0,1240
	Probability value μιας πλευράς	0,0000	0,0000	0,0620
24	Ποσοστό αποδόσεων <0	42,49%	27,78%	55,20%
	t-statistic	4,943717	6,315732	-0,203007
	Probability value δύο πλευρών	0,0000	0,0000	0,8395
	Probability value μιας πλευράς	0,0000	0,0000	0,41975
36	Ποσοστό αποδόσεων <0	40,45%	26,67%	53,04%
	t-statistic	4,737275	7,002917	-1,168940
	Probability value δύο πλευρών	0,0000	0,0000	0,2449
	Probability value μιας πλευράς	0,0000	0,0000	0,12245

Παρατηρώντας στον πίνακα 15 τις αποδόσεις των αρχικών δημόσιων εγγραφών σε σχέση με την απόδοση του γενικού δείκτη, συμπεραίνουμε πως αποδίδουν καλύτερα από την αγορά για το διάστημα 1995-2009, καθώς τα αποτελέσματα είναι παρόμοια με αυτά του πίνακα 14. Το ποσοστό των αρχικών δημόσιων εγγραφών με θετική απόδοση και πάλι αγγίζει το 60% για περίοδο τριών ετών, ενώ τα θετικά t-statistic σε συνδυασμό με τις τιμές του probability value συνηγορούν κι αυτά πως οι αποδόσεις των δημόσιων εγγραφών είναι μεγαλύτερες από αυτές της αγοράς για 12, 24 και 36 μήνες.

Από τις δύο υποπεριόδους, στην περίοδο 1995-1999 οι αρχικές δημόσιες εγγραφές έχουν θετική μέση τιμή και στατιστικά σημαντική, καθώς περισσότερο από

το 70% των εγγραφών έχουν θετική απόδοση. Για την περίοδο 2000-2009, οι περισσότερες αρχικές δημόσιες εγγραφές έχουν αρνητική απόδοση σε σχέση με την αγορά, όμως σε ποσοστό χαμηλότερο από ότι είναι οι θετικές στην άλλη υποπερίοδο. Η μέση σωρευτική τιμή είναι αρνητική, όμως τα στατιστικά μη σημαντικά t-statistics σε συνδυασμό με το γεγονός ότι η τιμή του probability value ξεπερνά το 5% και στα τρία χρονικά διαστήματα (ενός, δύο και τριών ετών), δεν επιτρέπουν να απορριφθεί η μηδενική υπόθεση σε επίπεδο σημαντικότητας 5%, ώστε να φτάσουμε σε ασφαλή συμπεράσματα.

Η δεύτερη μέθοδος με την οποία μελετάται στη συγκεκριμένη εργασία η απόδοση των αρχικών δημόσιων εγγραφών για 36 μήνες είναι η μέθοδος “buy and hold” και η ανάλυση φαίνεται στον πίνακα 16:

Πίνακας 16: Περιγραφικά στατιστικά απλών αποδόσεων “buy and hold”

	1995-2009	1995-1999	2000-2009
Μέση απόδοση	1,172663	2,872944	-0,27
Διάμεση τιμή	-0,198338	0,355069	-0,551958
Μέγιστη τιμή	42,21429	42,21429	7,391608
Ελάχιστη τιμή	-0,958354	-0,951542	-0,958354
Τυπική απόκλιση	4,696376	6,478162	0,885800
Ποσοστό ΑΔΕ με αρνητική απόδοση	59,43%	40,18%	75,76%

Παρατηρούμε πως και με τη μέθοδο αυτή τα συμπεράσματα είναι παρόμοια. Για ολόκληρη τη δεκαπενταετή περίοδο, η μέση απόδοση είναι 117,27%, παρόλο που το 59,43% των αρχικών δημόσιων εγγραφών είχαν αρνητική απόδοση στα πρώτα τρία χρόνια της διαπραγμάτευσής τους μετά την ημέρα εισαγωγής.

Για τις δύο υποπεριόδους, τα αποτελέσματα συμφωνούν με την προηγούμενη μέθοδο. Η περίοδος 1995-1999 παρουσιάζει θετική μέση απόδοση με τιμή 287,29%, ενώ το 40,18% των παρατηρήσεων είχαν αρνητική απόδοση. Αντίθετα, την περίοδο 2000-2009 η μέση απόδοση ήταν αρνητική και συγκεκριμένα -27%. Μαλιστα το 75,76% των αρχικών δημόσιων εγγραφών είχαν αρνητική απόδοση.

Για να μελετηθεί η ισχύς των αποτελεσμάτων, θα πρέπει να γίνει ο έλεγχος της υπόθεσης πως η μέση απόδοση ήταν μηδέν για κάθε μία από τις περιόδους.

Πίνακας 17: Αποτελέσματα t-test για τις απλές αποδόσεις “buy and hold”

	1995-2009	1995-1999	2000-2009
t-statistic	3,900364	4,693366	-3,501997
Probability value δύο πλευρών	0,0001	0,0000	0,0006
Probability value μιας πλευράς	0,00005	0,0000	0,0003

Το t-statistic της συνολικής περιόδου είναι στατιστικά σημαντικό, με probability value μιας πλευράς μικρότερο του 0,05. Το ίδιο ισχύει και για την πρώτη υποπερίοδο, ενώ για την περίοδο 2000-2009 το t-statistic είναι αρνητικό και στατιστικά σημαντικό, όμως και πάλι το probability value μιας πλευράς είναι μικρότερο του 0,05. Συμπεραίνουμε λοιπόν πως η μέση απόδοση 36 μηνών είναι θετική και στατιστικά σημαντική με επίπεδο σημαντικότητας 5% για την πρώτη υποπερίοδο και τη συνολική περίοδο, ενώ είναι αρνητική και στατιστικά σημαντική για τη δεύτερη υποπερίοδο.

Παρόλα αυτά, το φαινόμενο που μελετάται απαιτεί να μελετηθεί η απόδοσή των αρχικών δημόσιων εγγραφών σε σχέση με κάποιο δείκτη. Έτσι λοιπόν, αφαιρώντας από την απόδοση των 36 μηνών κάθε αρχικής δημόσιας εγγραφής την απόδοση του γενικού δείκτη του χρηματιστηρίου για το αντίστοιχο διάστημα, έχουμε τον παρακάτω πίνακα:

Πίνακας 18: Περιγραφικά στατιστικά στοιχεία επιπλέον αποδόσεων “buy and hold”

	1995-2009	1995-1999	2000-2009
Μέση απόδοση	0,739395	1,898681	-0,244241
Διάμεση τιμή	-0,120984	0,009038	-0,209414
Μέγιστη τιμή	40,61771	40,61771	6,272827
Ελάχιστη τιμή	-2,836605	-2,836605	-1,761299
Τυπική απόκλιση	5,684803	5,720931	0,803493
Ποσοστό ΑΔΕ με αρνητική απόδοση	61,07%	49,11%	71,21%

Κατά την περίοδο 1995-2009, οι αρχικές δημόσιες εγγραφές απέδωσαν καλύτερα από το γενικό δείκτη κατά 73,93%, παρόλο που το 61,07% είχε χαμηλότερη απόδοση. Αυτό έχει την εξήγησή του στο γεγονός ότι οι αρχικές δημόσιες εγγραφές με θετική απόδοση είχαν πολύ μεγάλη διαφορά σε σχέση με την απόδοση του γενικού δείκτη. Από τον πίνακα άλλωστε φαίνεται πως η μέγιστη επιπλέον απόδοση είναι 4061,77%, ενώ η ελάχιστη -283,66%.

Κάτι παρόμοιο ισχύει και για την πρώτη υποπερίοδο, όπου η μέση επιπλέον απόδοση με τη μέθοδο αυτή έφτασε το 189,87%. Στη δεύτερη περίοδο όμως, οι αρχικές δημόσιες εγγραφές απέδωσαν χαμηλότερα από το δείκτη σε ποσοστό -24,42%, με το 71,21% να έχει επιτύχει χαμηλότερη απόδοση από το γενικό δείκτη.

Πίνακας 19: Αποτελέσματα t-test για τις επιπλέον αποδόσεις “buy and hold”

	1995-2009	1995-1999	2000-2009
t-statistic	2,848239	3,512321	-3,492392
Probability value δύο πλευρών	0,0048	0,0006	0,0007
Probability value μιας πλευράς	0,0024	0,0003	0,00035

Τέλος, ο έλεγχος προσφέρει τα ίδια συμπεράσματα με την περίπτωση όπου υπολογίστηκαν οι απλές αποδόσεις των 36 μηνών. Για κάθε περίοδο τα αποτελέσματα είναι στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο σημαντικότητας 5%. Η πρώτη υποπερίοδος και η συνολική περίοδος έχουν θετική επιπλέον απόδοση, ενώ στη δεύτερη υποπερίοδο οι αρχικές δημόσιες εγγραφές απέδωσαν χειρότερα από την αγορά.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

ΠΕΡΙΛΗΨΗ-ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Στην εργασία αυτή βασικός σκοπός ήταν η μελέτη τριών φαινομένων σχετικά με τις αρχικές δημόσιες εγγραφές για την περίοδο 1995-2009, η οποία λόγω της ύπαρξης ορίων στη διαπραγμάτευση των πρώτων τριών ημερών διαχωρίστηκε σε δύο υποπεριόδους: Από το 1995 ως το 1999 και από το 2000 έως και το 2009. Συγκεκριμένα μελετήθηκαν: Η υποτιμολόγηση των δημόσιων εγγραφών, το φαινόμενο των περιόδων «έξαρσης» των δημόσιων εγγραφών, και απόδοσης τους για 12, 24 και 36 μήνες απλά και σε σύγκριση με το γενικό δείκτη τιμών.

Εμπειρικά, βρέθηκε πως το φαινόμενο της υποτιμολόγησης των δημόσιων εγγραφών ισχύει και για τις δύο υποπεριόδους. Η μέση απόδοση της πρώτης ημέρας για τις δημόσιες εγγραφές ήταν 44,94% για την περίοδο 1995-1999 και 35,91% για την περίοδο 2000-2009. Συνολικά για το διάστημα 1995-2009 η μέση απόδοση ήταν 39,82%. Αφαιρώντας από τις αποδόσεις των αρχικών δημόσιων εγγραφών την απόδοση του δείκτη υπολογίστηκε η επιπλέον απόδοση τους. Και στην περίπτωση αυτή, το φαινόμενο της υποτιμολόγησης ισχύει, ενώ η μέση επιπλέον απόδοση ήταν 44,81% και 35,96% για τις δύο υποπεριόδους και 39,79% για το συνολικό μελετώμενο διάστημα.

Η περίοδος έξαρσης των δημόσιων εγγραφών ήταν η τριετία 1998-2000, κατά την οποία εισήχθησαν στο χρηματιστήριο 112 εταιρίες με δημόσια εγγραφή. Τα αντληθέντα κεφάλαια των εταιριών αυτών έφτασαν τα 4.350.939.977€, δηλαδή το 54,8% των συνολικών αντληθέντων κεφαλαίων της περιόδου 1995-2009, ενώ η μέση αρχική απόδοσή τους (αφαιρώντας τις 9 εταιρίες για τις οποίες δε βρέθηκαν τα κατάλληλα στοιχεία) ήταν 70,34%.

Τέλος, όσον αφορά τη μακροχρόνια συμπεριφορά της απόδοσης των αρχικών δημόσιων εγγραφών, αυτή μελετήθηκε με βάση τη σωρευτική απόδοση των 12, 24 και 36 μηνών και τη μέθοδο “buy and hold” για περίοδο 36 μηνών. Για την περίοδο 1995-1999, η μέση σωρευτική απόδοση για διαστήματα 12, 24 και 36 μηνών ήταν 90,89%, 113,00% και 133,91% αντίστοιχα, ενώ για την περίοδο 2000-2009 ήταν 9,83%, -19,16% και -24,51% αντίστοιχα. Η μέση σωρευτική απόδοση επιπλέον της απόδοσης του δείκτη για τις δύο υποπεριόδους ήταν 32,17%, 29,65%, 30,99% και 7,32%, -2,89%, -11,62% αντίστοιχα για περίοδο 12, 24 και 36 μηνών. Με τη μέθοδο

“buy and hold”, η μέση απόδοση και η μέση επιπλέον απόδοση των 36 μηνών ήταν 287,29% και 189,87% για την πρώτη υποπερίοδο και -27% και -24,42% για τη δεύτερη.

Έτσι λοιπόν το φαινόμενο που παρατηρείται τις περισσότερες φορές στις αγορές και αφορά τις δημόσιες εγγραφές να αποδίδουν λιγότερο από την αγορά για την περίοδο των τριών ετών μετά το αρχικό διάστημα διαπραγμάτευσής τους βλέπουμε πως ισχύει μόνο για την περίοδο 2000-2009 και όχι για την πενταετία 1995-1999.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Βιβλία

- Draho J., “The IPO decision: Why and How companies go public”, Edgar Elgar Publishing Limited, 2004.
- Κορδή-Αντωνοπούλου Μ., «Εισαγωγή στο Χρηματιστηριακό Δίκαιο», Εκδόσεις Σάκκουλα, 2001.
- Κορδή-Αντωνοπούλου Μ., «Το νομικό πλαίσιο των αγορών χρηματοπιστωτικών μέσων & Η αγορά αξιών της Χρηματιστήριο Αθηνών Α.Ε.», 2^η έκδοση, Εκδόσεις Σάκκουλα, 2008.

Μελέτες

- Aggarwal R. & Rivoli P. (1990), “Fads in the initial public offering market?”, *Financial Management* 19, 45-57, Winter.
- Aggarwal R., Leal R. & Hernandez L. (1993), “The aftermarket performance of initial public offerings in Latin America - New Issues Markets special issue”, Spring.
- Aggarwal R. & Kunz R.M. (1994), “Why initial public offerings are underpriced: Evidence from Switzerland”, *Journal of banking and finance* 18, 705-723.
- Allen F. & Faulhaber G.R. (1989), “Signaling by underpricing in the IPO market”, *Journal of economics* 23, 303-323.
- Alvarez S. & Gonzalez V.M. (2005), Signalling and the long-run performance of Spanish IPO’s”, *Journal of business, finance & accounting* 32, (1) & (2).
- Baron P. D. (1982), “A model of the demand for investment banking advising and distribution services for new issues”, *The journal of finance*, vol. XXXVII No.4.

- Beatty R.P. & Ritter J.R. (1986), “Investment banking, reputation and the underpricing of initial public offerings”, *Journal of financial economics* 12, 213-232.
- Benveniste L.M. & Spindt P.A. (1989), “How investment bankers determine the offer price and allocation of new issues”, *Journal of financial economics* 24, 343-361.
- Cai X., Liu G. S. & Mase B. (2008), “The long-run performance of initial public offerings and its determinants: the case of China”, *Rev Quant Finan Acc*, 30:419–432.
- Drake P.D. & Vetsuypens M.R. (1993), “IPO underpricing and insurance against legal liability”, *Financial Management* 22, 64-73.
- Grinblatt M & Hwang Y.C. (1989), “Signaling and the pricing of unseasoned new issues”, *Journal of finance* 44, 393-420.
- Hanley K. (1993), “The underpricing of initial public offerings and the partial adjustment phenomenon”, *Journal of financial economics* 34, 231-250.
- Ibbotson R.G. (1975), “Price performance of common stock new issues”, *Journal of financial economics* 2, 235-272.
- Ibbotson R.G. & Jaffe J.F. (1975), “Hot issue markets”, *The journal of finance*, vol. XXX No.4.
- Ibbotson R.G., Ritter J.R. & Sindelar J.L. (1994), “The market’s problem with the pricing of initial public offerings”, *Journal of applied corporate finance*, Volume 7.1.
- Kenourgios D.F., Melas E.R. & Papathanasiou S (2007), “Initial Performance of greek IPO’s, underwriters reputation and oversubscription”, *Managerial Finance* vol. 33 No. 5, 332-343.
- Kooli M. & Suret J.M. (2001), “The aftermarket performance of initial public offerings in Canada”, *Scientific Series* 52.
- Levis M. (1993), “The long-run performance of initial public offerings: the UK experience 1980-1988”, *Financial Management*.
- Loughran T. & Ritter J.R. (1995), “The new issues puzzle”, *The journal of finance* vol. L, No.1.
- Loughran T. & Ritter J.R. (2002), “Why don’t issuers get upset about leaving money on the table in IPO’s?”, *Review of financial studies* 15, 413-443.

- Loughran T. & Ritter J.R. (2004), “Why has IPO underpricing changed over time?”, *Financial management* vol.33 issue 3.
- Muscarella C.J. & Vetsuypens M.R. (1989), “A simple test of Baron’s model of IPO underpricing”, *Journal of financial economics* 24, 125-135.
- Ritter J.R. (1984), “The hot issue market of 1980”, *Journal of business* 57, 215-240.
- Ritter J.R. (1991), “The long-run performance of initial public offerings”, *The journal of finance* vol.46, No.1, 3-27.
- Ritter J.R. (1998), «Initial public offerings», *Contemporary finance digest* vol. 2, No.1, 5-30.
- Ritter J.R. & Welch I. (2002), “A review of IPO activity, pricing and allocations”, *Journal of Finance* Vol 57 No 4.
- Rock K. (1986), “Why new issues are underpriced”, *Journal of Financial Economics* 15, p. 187-212.
- Tinic S.M. (1988), “Anatomy of initial public offerings of common stock”, *The journal of finance*, vol. XLIII No.4.
- Uddin H. Md (2008), “An empirical examination of intended and unintended IPO underpricing in Singapore and Malaysia”, *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue 20.
- Vithessonthi C. (2007), *Stock Price Performance of Initial Public Offerings: The Thai Experience*.
- Welch I. (1989), “Seasoned offerings, imitation costs, and the underpricing of initial public offerings”, *The journal of finance* vol. XLIV No.2.
- Welch I. (1992), “Sequential sales, learning and cascades”, *The journal of finance* vol. XLVII.
- Λιβάνης Ε., Θεοφανούδη Τ., Νταμάρη Π. & Στογιαννίδου Ξ., «Η αρχική και μακροχρόνια απόδοση των δημόσιων εγγραφών στην Ελλάδα», Παρουσίαση στην ιστοσελίδα www.iraj.gr.
- Νούνης Χ.Π. (2006), “The underpricing of initial public offerings in the Athens stock exchange”, *Σπουδαί*, Τόμος 56, Τεύχος 3^ο, 17-38.
- Νούνης Χ.Π., «Οι αρχικές αποδόσεις των ελληνικών δημόσιων εγγραφών κατά την περίοδο 1976-2003».

Ιστοσελίδες

www.ase.gr

www.eneiset.gr

www.ipo-underpricing.com

www.euripo.eu

www.iraj.gr

www.agii.gr/statistic/eexgeneraldata.asp

www.newcompanies.gr

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Οι εταιρίες που πραγματοποίησαν αρχική δημόσια εγγραφή, η πρώτη ημερομηνία διαπραγμάτευσης στο Χρηματιστήριο Αθηνών, η τιμή διάθεσης της κάθε μετοχής και τα κεφάλαια που αντλήθηκαν σε κάθε περίπτωση. Για τα έτη 1995-2000 τα ποσά έχουν μετατραπεί από δραχμές σε ευρώ (1 ευρώ =340,75 δραχμές).

1995			
Εταιρία	Ημ. Εισαγωγής	Τιμή διάθεσης	Αντληθέντα κεφάλαια
ΑΛΤΕ ΑΝΩΝ. ΤΕΧΝ. ΕΤΑΙΡΙΑ	9/1/1995	5,58	1.338.224,50
ΑΘΗΝΑ ΑΝΩΝΥΜΗ ΤΕΧΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ (ΚΟ)	30/1/1995	3,82	2.994.864,27
ΝΗΡΕΥΣ ΙΧΘ/ΓΕΙΕΣ Α.Ε. (ΚΟ)	29/3/1995	3,37	3.047.609,68
ΑΣΠΙΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ (ΚΑ)	7/4/1995	2,98	744.680,85
ΑΦΟΙ Ι.& Β. ΛΑΔΕΝΗΣ Α.Ε. "ΜΙΝΕΡΒΑ" (ΚΑ)	20/4/1995	2,79	2.383.712,40
ALPHA FINANCE Α.Ε. (ΚΟ)	26/4/1995	6,60	9.079.236,98
ΜΑΞΙΜ - ΠΕΡΤΣΙΝΙΔΗΣ Α.Ε. (ΚΑ)	31/5/1995	4,26	2.129.787,23
ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΘΡΑΚΗΣ Α.Β.Ε.Ε.(ΚΟ)	26/6/1995	6,46	7.551.342,63
ΕΛΒΕ - ΕΝΔΥΜΑΤΩΝ Α.Ε. (ΚΑ)	10/7/1995	3,37	2.362.435,80
ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ Α.Ε. ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧ/ΩΝ (ΚΑ)	31/7/1995	3,52	1.203.063,83
ALTEC ABEE (ΚΟ)	2/8/1995	4,70	939.104,92
ΜΕΤΑΛΛΟΠΛΑΣΤΙΚΗ ΑΓΡΙΝΙΟΥ Α.Ε. (ΚΟ)	18/8/1995	3,23	1.413.888,19
ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΕΣΒΟΥ Α.Ε. (ΚΟ)	28/8/1995	3,23	6.073.323,55
ΤΕΧΝ. ΕΤ. ΧΡΙΣΤΟΦ. Δ. ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΙΔΗΣ Α.Ε. (ΚΟ) (LAMBDA DEVELOPMENT)	25/9/1995	4,11	1.705.062,36
ΙΝΤΕΡΤΕΚ Α.Ε. ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΤΕΧΝ/ΓΙΕΣ (ΚΟ)	9/10/1995	3,52	1.197.358,77
ALFA ALFA ENERGY Α.Β.Ε.Ε. (ΚΑ) (ΕΣΧΑ Α.Β.Ε.Ε. (ΚΑ))	6/11/1995	2,93	1.860.895,08
LAVIPHARM Α.Ε. (ΚΟ)	8/11/1995	5,87	8.730.741,01
YALCO - ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΥ Α.Ε. (ΚΑ)	13/11/1995	3,23	1.491.415,99
ΕΛΒΙΕΜΕΚ (ΚΟ)	27/12/1995	4,11	2.322.089,51
ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΧΡΗΜ/ΚΕΣ ΜΙΣΘΩΣΕΙΣ (ΚΟ)	28/12/1995	8,80	6.471.019,81

1996			
Εταιρία	Ημ. Εισαγωγής	Τιμή διάθεσης	Αντληθέντα κεφάλαια
ΥΔΑΤ/ΓΙΕΣ ΔΥΤ. ΕΛΛΑΔΟΣ ΑΕΒΕ - RIORESCA (ΚΑ)	8/1/1996	3,52	2.970.154,07
PEMEK (C.A.P. COSMETICS A.B.E.E. (ΚΟ))	11/1/1996	3,52	2.939.057,96
ΣΠ. ΤΑΣΟΓΛΟΥ Α.Ε.- DELONGHI (ΚΟ)	7/3/1996	3,23	4.380.630,96
ΓΕΝΕΡ Α.Ε. (ΚΟ)	18/3/1996	6,16	4.622.157,01
ΕΛΛΑΤΕΞ ΣΥΝΘΕΤΙΚΕΣ ΙΝΕΣ Α.Ε. (ΚΑ)	19/3/1996	3,67	2.934.702,86
ΚΟΥΜΠΑΣ Α.Ε.ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ (ΚΟ)	21/3/1996	4,40	1.174.027,88
ΡΑΔΙΟ Α. ΚΟΡΑΣΙΔΗΣ Ε.Ε.Α.Ε. (ΚΟ)	26/3/1996	3,23	1.173.892,88
FLEXORACK Α.Ε.Β.Ε.Π. (ΚΟ)	2/4/1996	3,52	1.872.422,60
ΑΤΕΜΚΕ Α.Τ.Ε. (ΚΟ)	4/4/1996	5,28	7.401.261,92
ΟΤΕ Α.Ε. (ΚΟ)	19/4/1996	11,74	281.900.325,75
ΕΛΒΑΛ Α.Ε ΒΙΟΜ/ΝΙΑ ΕΠΕΞΕΡΓ. ΑΛΟΥΜ. (ΚΑ)	10/6/1996	2,05	1.663.976,52
ΠΟΥΛΙΑΔΗΣ & ΣΥΝΕΡΓΑΤΕΣ Α.Ε.Β.Ε. (ΚΟ)	3/7/1996	4,70	3.521.643,43
ΚΛΩΣΤΟΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ ΝΑΥΠΑΚΤΟΥ Α.Β.Ε.Ε. (ΚΑ)	8/7/1996	2,79	5.398.620,69
ΠΑΠΑΕΛΛΗΝΑΣ ΟΜΙΛΟΣ ΕΠΙΧ/ΣΕΩΝ Α.Ε. (ΚΑ)	24/7/1996	4,26	4.702.127,66
ΙΜΠΕΡΙΟ Α.Ε. (ΚΟ)	19/8/1996	5,58	1.596.947,91
ΒΕΡΝΙΚΟΣ -ΚΟΤΤΕΡΑ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ Α.Ε. (ΚΑ)	24/9/1996	4,40	1.258.987,53
Κ. ΚΑΡΔΑΣΙΛΑΡΗΣ & ΥΙΟΙ Α.Ε.Β.Ε. (ΚΟ)	9/10/1996	3,52	1.460.425,53
ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ ΚΛΙΝΙΚΗ Π. ΦΑΛΗΡΟΥ Α.Ε (ΚΟ)	9/12/1996	5,58	1.767.571,53
ΕΝΔΥΣΗ Α.Ε. (ΚΑ)	24/12/1996	2,20	1.320.616,29
ΧΑΛΚΟΡ Α.Ε (ΠΡΩΗΝ ΒΕΚΤΩΡ) (ΚΑ)	27/12/1996	3,82	2.502.104,18

1997			
Εταιρία	Ημ. Εισαγωγής	Τιμή διάθεσης	Αντληθέντα κεφάλαια
Ε. ΠΑΙΡΗΣ Α.Β.Ε.Ε ΠΛΑΣΤΙΚΩΝ (ΚΟ)	8/1/1997	3,37	1.384.252,38
ΑΛΚΟ ΕΛΛΑΣ ΑΒΕΕ (ΚΑ)	10/2/1997	3,67	1.509.941,31
ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (ΚΟ)	29/4/1997	6,46	5.659.762,29
ΤΡΑΠΕΖΑ ΧΙΟΥ (ΚΟ)	27/5/1997	7,78	13.003.548,06
ΣΦΑΚΙΑΝΑΚΗΣ Α.Ε.Β.Ε. (ΚΟ)	18/6/1997	5,87	12.472.487,16
ΜΠΕΪΜΠΥ ΛΑΝΤ ΠΑΙΧΝΙΔΙΑ Α.Ε.(ΚΑ) JUMBO ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ (ΚΟ)	19/6/1997	2,49	2.020.542,92
ΕΤΑΝΕ - ΕΥΚΛΕΙΔΗΣ Α.Ε. (ΚΟ)	8/7/1997	5,43	2.280.264,12
ΑΓΡΟΤΙΚΟΣ ΟΙΚΟΣ ΣΠΥΡΟΥ Α.Ε.Β.Ε. (ΚΟ)	28/7/1997	3,96	2.971.386,65
ΕΠΦΑΝΕΙΑ Α.Ε. (ΚΑ)	19/8/1997	4,70	1.725.605,28
SYSWARE Α.Ε. (ΚΟ)	27/8/1997	5,58	1.672.780,63
FOLLI - FOLLIE Α.Β.Ε.Ε. (ΚΟ)	29/10/1997	7,63	4.234.776,23
ΝΙΚΟΣ ΓΚΑΛΗΣ Α.Ε. (ΚΟ)	3/12/1997	1,91	1.258.987,53

1998			
Εταιρία	Ημ. Εισαγωγής	Τιμή διάθεσης	Αντληθέντα κεφάλαια
ΑΛΟΥΜΥΛ ΜΥΛΩΝΑΣ ΒΙΟΜ. ΑΛΟΥΜ. Α.Ε. (ΚΟ)	26/1/1998	3,23	7.896.918,56
SEAFARM ΙΟΝΙΑΝ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΙΕΣ Α.Ε. (Κ)	4/2/1998	4,55	1.705.796,04
ΓΙΑΝΝΗΣ ΓΙΑΝΝΟΥΣΗΣ ΑΒΕΕ (ΚΟ)	18/2/1998	3,08	1.756.419,66
DIS Α.Ε. (ΚΑ)	16/3/1998	4,99	1.796.038,15
ΚΑΤΑΣΤΗΜΑΤΑ ΑΦΟΡΟΛΟΓΗΤΩΝ ΕΙΔΩΝ Α.Ε. (ΚΟ)	30/3/1998	9,39	71.606.749,82
ΚΥΡΙΑΚΟΥΛΗΣ ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ Α.Ε. (ΚΟ)	10/4/1998	4,11	2.184.616,29
ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ Α.Ν.Ε. (ΚΟ)	5/5/1998	9,10	45.165.840,06
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΑ Α.Ε. (ΚΟ)	30/6/1998	5,28	245.264.856,93
ΤΕΞΑΠΡΕΤ (ΚΟ)	1/7/1998	3,08	1.321.628,76
ΜΟΣΧΟΛΙΟΣ ΧΗΜΙΚΑ Α.Ε. (ΚΑ)	22/7/1998	3,23	1.537.256,05
ΒΑΡΑΓΚΗΣ Α.Ε.Β.Ε.Π.Ε. (ΚΟ)	29/7/1998	2,64	1.349.669,85
ΣΩΛΗΝΟΥΡΓΕΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ Α.Ε. (ΚΟ)	30/7/1998	14,67	21.305.942,77
ΔΩΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε. (ΚΟ)	11/8/1998	7,04	13.100.513,57
CONNECTION Α.Ε.Β.Ε.Ε. (ΚΟ)	24/8/1998	3,23	1.291.269,26
ΑΣΠΙΣ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε. (ΚΟ)	8/9/1998	3,23	4.919.735,88
ΔΗΜ/ΦΙΚΟΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΑΜΠΡΑΚΗ Α.Ε. (ΚΟ)	6/11/1998	10,27	51.357.300,07
ΞΙΦΙΑΣ Α.Ε. - ΙΧΘΥΗΡΑ ΚΑΒΑΛΑΣ (ΚΑ)	9/11/1998	3,82	3.496.551,72
ΠΑΝΑΦΟΝ Α.Ε.Ε.Τ. (ΚΟ)	7/12/1998	14,97	99.717.241,38
ΝΤΡΟΥΚΦΑΡΜΠΕΝ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Β.Ε. (ΚΟ)	11/12/1998	3,52	1.783.360,23
Η. ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ ΜΑΡΜΑΡΑ ΓΡΑΝΙΤΕΣ Α.Β.Ε.Ε. (ΚΟ)	16/12/1998	3,52	2.294.702,86
ΝΤΕΣΠΕΚ ΕΛΛΑΣ Α.Ε. (ΚΑ)	17/12/1998	3,67	1.650.770,36
INFO-QUEST Α.Ε.Β.Ε. (ΚΟ)	17/12/1998	10,86	9.130.611,89
Χ. Κ. ΤΕΓΟΠΟΥΛΟΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε. (ΚΟ)	30/12/1998	7,19	19.265.304,48

1999			
Εταιρία	Ημ. Εισαγωγής	Τιμή διάθεσης	Αντληθέντα κεφάλαια
ΑΡΤΟΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΑΡΑΜΟΛΕΓΚΟΣ Α.Ε. (ΚΟ)	7/1/1999	3,52	2.239.765,22
ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε. (ΚΟ)	18/1/1999	5,87	10.071.900,22
ΑΝΕΚ Α.Ε. (ΚΟ)	21/1/1999	8,80	54.444.607,48
ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΗ Α.Ε. (ΚΟ)	25/2/1999	10,27	27.301.540,72
ΜΕΝΑCO ΜΕΤΑΛΛΟΥΡΓΙΚΗ Α.Β.Ε.Ε. (ΚΟ)	1/3/1999	4,70	2.225.678,65
ΠΛΑΙΣΙΟ COMPUTERS Α.Ε.Β.Ε. (ΚΟ)	15/3/1999	9,54	5.722.670,58
ΑΛΜΑ-ΑΤΕΡΜΩΝ Α.Ε. (ΚΟ)	17/3/1999	4,40	2.576.962,58
ΚΛΕΕΜΑΝ HELLAS Α.Β.Ε.Ε. (ΚΟ)	5/4/1999	6,75	6.449.449,74
VETERIN Α.Β.Ε.Ε. (ΚΟ)	5/4/1999	4,99	11.767.791,64
ΗΛΕΚΤΡΑ (ΚΑ)	26/4/1999	4,84	2.440.498,90
ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΚΡΗΤΗΣ Α.Β.Ε.Ε. (ΚΑ)	13/5/1999	7,34	11.151.870,87
ΜΥΛΟΙ ΠΑΠΑΦΙΛΗ (ΚΑ)	7/6/1999	4,70	2.669.077,04
OLYMPIC CATERING Α.Ε. (ΚΟ)	9/6/1999	5,58	9.782.831,99
ΑΛΡΗΑ ΑΣΤΙΚΑ ΑΚΙΝΗΤΑ Α.Ε. (ΚΟ)	29/6/1999	7,04	25.496.698,46
ΦΙΕΡΑΤΕΞ ΑΦΟΙ ΑΝΕΖΟΥΛΑΚΗ Α.Ε. (ΚΟ)	30/6/1999	6,75	11.682.110,05
ΙΝΤΕΡΑΜΕΡΙΚΑΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΣΦ. ΕΤΑΙΡΙΑ ΖΩΗΣ ΑΕ (ΚΟ)	26/7/1999	20,54	94.146.148,20
ΕΛΓΕΚΑ Α.Ε. (ΚΟ)	16/8/1999	7,63	30.520.909,76
UNIFON Α.Ε. (ΚΟ)	18/8/1999	19,08	76.302.274,39
EVEREST Α.Ε.(ΚΟ)	26/8/1999	8,22	6.573.734,41
UNISOFT Α.Ε. ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΩΝ Η/Υ (ΚΟ)	27/8/1999	10,27	8.805.722,67
AUTOHELLAS Α.Τ.Ε.Ε. (ΚΟ)	30/8/1999	7,63	34.336.023,48
ΑΚΤΙΒ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ. (ΚΟ)	1/9/1999	4,70	8.451.944,24
REGENCY ENTERTAINMENT ΨΥΧΑΓ. ΚΑΙ ΤΟΥΡΙΣΤ. Α.Ε.(ΚΟ)	27/9/1999	20,54	97.065.297,14
EUROMEDICA Α.Ε. ΠΑΡΟΧΗΣ ΙΑΤΡΙΚΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ (ΚΟ) (Κ.Ι. ΔΑΝΙΗΛΙΔΗ "Η ΠΑΝΑΓΙΑ")	7/10/1999	9,98	8.509.229,64
ΑΤΤΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε.(ΚΟ)	11/10/1999	10,86	5.700.660,31
ΝΤΙΟΝΙΚ Α.Ε.Β.Ε. (ΚΟ)	11/10/1999	7,92	2.632.648,57
COMPUTER LOGIC Α.Ε.(ΚΟ)	14/10/1999	16,14	13.000.014,67
ΙΝΤΡΑΛΟΤ Α.Ε. (ΚΟ)	3/11/1999	23,48	29.828.319,88
ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ(ΚΟ)	1/12/1999	9,68	4.067.498,17
FRIGOGLOSS Α.Β.Ε.Ε. (ΚΟ)	2/12/1999	8,80	96.845.194,42
ΒΑΡΒΑΡΕΣΟΣ Α.Ε. ΕΥΡΩΠΑΪΚΑ ΝΗΜΑΤΟΥΡΓΕΙΑ (ΚΑ)	3/12/1999	4,40	11.340.880,41
ΝΕΩΡΙΟΝ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ (ΚΟ)	21/12/1999	10,27	10.331.856,20
Π. ΚΩΤΣΟΒΟΛΟΣ Α.Ε.Β.Ε. (ΚΟ)	23/12/1999	24,94	120.908.290,54
ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ Α.Ε.Ε. (ΚΟ)	23/12/1999	22,01	19.809.244,31
MICROLAND COMPUTERS Α.Ε.Β.Ε. (ΚΟ)	24/12/1999	15,26	13.459.721,20
ΥΙΟΙ Ε.ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗ Α.Ε. (ΚΟ)	27/12/1999	10,27	3.243.521,64
SPIDER Ν.ΠΕΤΣΙΟΣ & ΥΙΟΙ Α.Ε.(ΚΟ)	28/12/1999	14,67	15.255.759,35

2000			
Εταιρία	Ημ. Εισαγωγής	Τιμή διάθεσης	Αντληθέντα κεφάλαια
ΧΑΙΔΕΜΕΝΟΣ Α.Ε.Β.Ε. (ΚΟ)	4/1/2000	12,33	23.446.168,75
UNISYSTEMS Α.Ε. (ΚΟ)	4/1/2000	28,76	90.594.277,33
ΕΤΒΑ (ΚΟ)	12/1/2000	8,80	383.944.798,24
NEXTNET Α.Ε. (ΚΟ)	12/1/2000	19,08	10.491.562,73
ΚΤΗΜΑ ΚΩΣΤΑ ΛΑΖΑΡΙΔΗ Α.Ε. (ΚΟ)	14/1/2000	8,22	4.042.846,66
Ε.ΥΔ.Α.Π. Α.Ε. (ΚΟ)	28/1/2000	7,34	229.126.925,90
ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΛΥΜΠΕΡΗ Α.Ε. (ΚΟ)	9/2/2000	22,01	19.413.059,43
ΤΕΧΝΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε. (ΚΟ)	10/2/2000	10,27	4.570.799,71
ΙΝΦΟΡΜΑΤΙΚΣ Α.Ε.Β.Ε. (ΚΟ)	11/2/2000	12,62	6.579.662,51
ΓΕΡΜΑΝΟΣ Α.Β.Ε.Ε. (ΚΟ)	14/2/2000	27,88	225.685.986,79
ΔΟΜΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ Α.Ε. (ΚΟ)	15/2/2000	7,63	9.817.355,83
ΒΥΤΕ COMPUTER ΑΒ.Ε.Ε. (ΚΟ)	23/2/2000	13,79	9.958.662,07
Η ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ Α.Ε. ΕΚΔ.ΕΝΤΥΠΩΝ-ΜΜΕ (ΚΟ)	7/3/2000	17,02	72.340.425,53
Η ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ-Π. ΑΘΑΝΑΣΙΑΔΗΣ & ΣΙΑ Α.Ε. (ΚΟ)	8/3/2000	12,62	10.341.452,68
ΙΚΤΙΝΟΣ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.(ΚΟ)	15/3/2000	8,80	4.247.982,39
ΜΑΘΙΟΣ ΠΥΡΙΜΑΧΑ Α.Ε. (ΚΟ)	17/3/2000	10,27	5.315.480,56
ΙΜΑΚΟ ΜΗΝΤΙΑ Α.Ε. Μ.Μ.Ε. (ΚΟ)	21/3/2000	17,61	13.408.657,37
ΠΗΓΑΣΟΣ ΕΚΔΟΤΙΚΗ Α.Ε. (ΚΟ)	27/3/2000	8,22	61.628.760,09
ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ ΑΒΕΕ (ΚΟ)	3/4/2000	18,49	16.347.644,90
ΑΚΡΙΤΑΣ Α.Ε. (ΚΟ)	7/4/2000	12,33	40.064.856,93
ΑΓΡΟΤΙΚΗ Α.Α.Ε.Ζ.Υ.(ΚΟ)	12/4/2000	14,09	58.705.796,04
ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΜΙΚΡΟΫΠΟΛΟΓΙΣΤΩΝ Α.Ε. (ΚΟ)	14/4/2000	25,68	8.165.810,71
Ν. ΒΑΡΒΕΡΗΣ-MODA BAGNO Α.Ε. (ΚΟ)	17/4/2000	12,03	10.330.315,48
ΔΑΙΟΣ ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΑΒΕΕ (ΚΟ)	20/4/2000	27,88	11.625.825,39
ΚΕΓΟ Α.Ε. (ΚΟ)	27/4/2000	9,98	7.782.831,99
INFORMER Α.Ε. (ΚΟ)	2/5/2000	20,54	21.625.326,49
ΕΙΚΟΝΑ - ΗΧΟΣ Α.Ε.Ε. (ΚΟ)	11/5/2000	17,61	12.589.875,28
ΑΦΟΙ Χ. ΚΟΡΔΕΛΛΟΥ Α.Ε.Β.Ε. (ΚΑ)	26/5/2000	8,80	7.115.040,35
ΙΑΣΩ Α.Ε. (ΚΟ)	9/6/2000	15,26	105.286.883,64
ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ ΑΒΕΕ - ΒΙΟΜ/ΝΙΑ ΓΑΛΑΚΤΟΣ (ΚΟ)	12/6/2000	6,46	6.047.013,94
ΓΡΗΓΟΡΗΣ ΜΙΚΡΟΓΕΥΜΑΤΑ Α.Β.Ε.Ε. (ΚΟ)	13/6/2000	11,74	13.022.215,70
ΜΟΥΣ. ΟΙΚΟΣ ΦΙΛΙΠΠΟΣ ΝΑΚΑΣ ΑΒΕΕΤΕ (ΚΟ)	12/7/2000	11,15	14.274.394,72
ΕΛΕΥΘΕΡΗ ΤΗΛΕΟΡΑΣΗ Α.Ε. (ΚΟ)	19/7/2000	23,48	46.955.245,78
ΑΣΤΗΡ ΠΑΛΑΣ ΒΟΥΛΙΑΓΜΕΝΗΣ Α.Ε.Ε. (ΚΟ)	24/7/2000	8,07	61.736.793,84
ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΕΣΩΡΟΥΧΩΝ SEX FORM Α.Ε. (ΚΟ)	26/7/2000	14,67	21.848.862,80
ΔΟΥΡΟΣ Α.Ε. (ΚΟ)	3/8/2000	9,39	7.806.779,16
ΕΛΤΟΝ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΕΜΠΟΡΙΟΥ Α.Ε.Β.Ε.ΚΟ)	4/8/2000	14,09	8.256.140,87
QUALITY AND RELIABILITY Α.Β.Ε.Ε.(ΚΟ)	11/8/2000	33,75	15.659.574,47
ΕΛΛΗΝΙΚΑΙ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΑΙ Α.Β.Ε.Ε.(ΚΟ)	18/8/2000	22,60	24.066.030,81
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ (ΚΟ)	21/8/2000	15,41	62.910.584,37
ΓΕΚΕ Α.Ε. (ΚΑ)	1/9/2000	11,74	19.765.223,77

KARATZH A.E. (KO)	4/9/2000	10,27	31.656.639,77
EURODRIP A.B.E.Γ.E. (KO)	8/9/2000	16,73	24.733.399,85
SPACE HELLAS A.E. (KO)	29/9/2000	18,34	16.535.766,69
FORTHNET A.E. (KO)	6/10/2000	12,91	47.793.103,45
COSMOTE - ΚΙΝΗΤΕΣ ΤΗΛΕΠΙΚ/ΝΙΕΣ Α.Ε (KO)	12/10/2000	9,39	526.485.693,32
A.S. A.E. (KO)	13/10/2000	11,74	7.035.539,25
PAPERPACK - ΤΣΟΥΚΑΡΙΔΗΣ Ι. Α.Β.Ε.Ε. (KO)	19/10/2000	16,14	8.958.180,48
ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ SYSTEMS Α.Ε. (KO)	26/10/2000	10,56	8.716.067,50
ΤΡΑΠΕΖΑ ΚΥΠΡΟΥ ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΤΑΙΡΙΑ ΛΙΜΙΤΕΔ (KO)	8/11/2000	9,10	354.805.575,94
ΠΑΠΑΠΑΝΑΓΙΩΤΟΥ ΑΒΕΕΑ - ΔΡΟΜΕΑΣ (KO)	24/11/2000	11,45	24.836.390,32
CPI Α. Ε. ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΩΝ ΥΠΟΛΟΓΙΣΤΩΝ (KO)	11/12/2000	4,84	4.382.245,05

2001			
Εταιρία	Ημ. Εισαγωγής	Τιμή διάθεσης	Αντληθέντα κεφάλαια
ΑΤΛΑΝΤΙΚ ΣΟΥΠΕΡ ΜΑΡΚΕΤ Α.Ε.Ε. (KO)	11/1/2001	3,23	14.391.196
ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε. (KO)	19/1/2001	9,39	431.652.048
ΠΕΤΡΟΛΑ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Β.Ε. (KO)	15/3/2001	6,16	132.658.680
ΒΑΡΔΑΣ ΑΕΒΕΕ (KO)	23/4/2001	5,70	4.672.860
FITCO Α. Ε. (KO)	24/4/2001	2,94	2.205.000
ΟΠΑΠ ΑΕ (KO)	25/4/2001	5,50	94.203.962
UNIBRAIN Α.Ε. (KO)	30/4/2001	6,50	5.200.000
ΜΠΑΜΠΗΣ ΒΩΒΟΣ ΔΙΕΘΝΗΣ ΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε. (KO)	30/5/2001	9,62	73.400.600
NESTOS-Α.Τ.Τ.Ε. (ΚΑ)	31/5/2001	3,52	6.670.400
MLS ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ Α.Ε. (KO)	13/6/2001	15,82	5.190.542
MEDICON ΕΛΛΑΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ (KO)	11/7/2001	8,80	5.318.720
ΒΕΤΑΝΕΤ Α.Β.Ε.Ε.(KO)	12/7/2001	3,86	8.723.600
ΜΟΤΟΡ ΟΪΛ (ΕΛΛΑΣ) ΔΙΥΛ. ΚΟΡΙΝΘΟΥ ΑΕ (KO)	6/8/2001	10,30	184.116.414
ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΙΜΕΝΟΣ ΘΕΣ/ΚΗΣ Α.Ε. (KO)	27/8/2001	6,74	16.176.000
ΕΤ. ΥΔΡΕΥΣΗΣ & ΑΠΟΧ. ΘΕΣ/ΚΗΣ Α.Ε. (KO)	21/9/2001	3,94	16.154.000
ΕΥΡΩΔΥΝΑΜΙΚΗ Α. Ε. Ε. Χ. (KO)	5/10/2001	2,62	1.480.300
ΙΝΤΡΑΚΟΜ ΚΑΤ. Α.Ε.ΤΕΧΝ. ΕΡΓ. & ΜΕΤ.ΚΑΤ. (KO)	30/11/2001	3,30	23.100.000
DOMUS ΑΝΩΝ.ΕΤ. ΕΠΕΝΔ. ΧΑΡΤ/ΚΙΟΥ (KO)	4/12/2001	2,96	2.368.000
ΔΗΜΟΣΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ ΗΛΕΚΤΡΙΣΜΟΥ ΑΕ (KO)	12/12/2001	12,32	463.292.447
RAINBOW Α.Ε. (KO)	18/12/2001	6,00	2.250.000
ALPHA TRUST - ΑΝΔΡΟΜΕΔΑ Α.Ε.Ε.Χ. (KO)	19/12/2001	2,96	2.960.000

2002			
Εταιρία	Ημ. Εισαγωγής	Τιμή διάθεσης	Αντληθέντα κεφάλαια
ΕΥΡΩΣΥΜΒΟΥΛΟΙ Α.Ε.(ΚΟ)	7/1/2002	4,2	2.646.000
ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ Α.Β.Ε.Ε. (ΚΟ)	8/1/2002	3,3	4.422.000
ΠΡΟΜΟΤΑ ΕΛΛΑΣ Α.Ε. (ΚΟ)	9/1/2002	5,28	8.606.400
ARROW Α. Ε. ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦ/ΚΙΟΥ (ΚΟ)	11/1/2002	2,55	4.080.000
NEXUS ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ (ΚΟ)	23/1/2002	2,01	1.507.500
ΔΙΑΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ Α.Β.Ε.Ε. (ΚΟ)	18/2/2002	5,2	3.541.200
ALSINCO Α.Ε.Ε. ΕΙΔΩΝ ΕΝΔ.-ΥΠΟΔ.(ΚΟ)	14/3/2002	2,53	2.593.250
ΓΑΛΑΞΙΔΙ ΘΑΛΑΣΣΙΕΣ ΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ Α.Ε. (ΚΟ)	20/3/2002	3,72	3.920.843
COMPUCON ΕΦΑΡΜΟΓΕΣ Η/Υ ΑΒΕΕ (ΚΟ)	2/4/2002	9,6	6.144.000
Π. & Κ. ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤ. ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ (ΚΟ)	19/4/2002	1,2	1.800.000
ΔΙΑΓΝΩΣΤΙΚΟ & ΘΕΡΑΠΕΥΤΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ ΑΘΗΝΩΝ ΥΓΕΙΑ (ΚΟ)	7/6/2002	4,82	18.785.767
ΣΤΕΛΙΟΣ ΚΑΝΑΚΗΣ ΑΒΕΕ (ΚΟ)	18/7/2002	3,1	3.875.000
ΖΗΝΩΝ Α.Ε. (ΚΟ)	19/7/2002	5,9	5.740.523
ΕΚΔΟΤΙΚΟΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΙΒΑΝΗ Α.Β.Ε. (ΚΟ)	26/7/2002	4,84	7.163.684
CENTRIC ΠΟΛΥΜΕΣΑ Α.Ε. (ΚΟ)- ΝΤΕΣΠΕΚ ΠΟΛΥΜΕΣΑ ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΑΕ (ΚΟ)	2/8/2002	4,8	3.189.600
ALTIUS ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ. (ΚΟ)	16/8/2002	2,02	1.454.400
HITECH SNT Α.Ε. (ΚΟ)	4/9/2002	5,98	3.429.052
ΔΥΝΑΜΙΚΗ ΖΩΗ Α.Ε. (ΚΟ)	25/9/2002	4,2	7.980.000
ΛΑΝΤΕΚ ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΕΣ Α.Ε. (ΚΟ)	10/10/2002	5,5	7.507.665
EUROLINE ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ Α.Ε.Ε.Χ. (ΚΟ)	11/12/2002	2,05	1.569.480
NEW MILLENNIUM INVESTMENTS ΑΕΕΧ (ΚΟ)	18/12/2002	1,6	1.453.600

2003			
Εταιρία	Ημ. Εισαγωγής	Τιμή διάθεσης	Αντληθέντα κεφάλαια
FASHION BOX ΕΛΛΑΣ Α.Ε.(ΚΟ)	3/1/2003	4,7	3.078.500
ΕΙΔΗΣΕΟΦΩΝΙΚΗ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Ε. (ΚΟ)	27/1/2003	6,2	9.064.400
ΟΡΤΙΜΑ ΑΕΕΧ (ΚΟ)	27/2/2003	2,28	1.482.000
Logismos ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ Α.Ε. (ΚΟ)	14/3/2003	1,82	1.802.177
ΝΕΟΧΗΜΙΚΗ Α.Β.Ε.Ε. (ΚΟ)	20/5/2003	5,5	10.175.000
ΜΠΑΛΛΗΣ ΧΗΜΙΚΑ Α.Ε.Β.Ε. (ΚΟ)	30/5/2003	6,7	3.762.184
ΕΜΦΑΣΙΣ ΣΥΣΤΗΜΑΤΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ Α.Ε. (ΚΟ)	7/7/2003	5,16	6.897.888
ΙΡΙΟΤΙΚΙ SOFTWARE & PUBLICATIONS Α.Ε. (ΚΟ)	10/7/2003	5,82	8.502.729
INTERFISH ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ Α.Ε. (ΚΟ)	30/7/2003	4,7	3.525.000
ΩΜΕΓΑ Α.Ε.Ε.Χ. (ΚΟ)-ΑΣΤΡΑ Α.Ε.Ε.Χ. (ΚΑ)	31/7/2003	1,54	1.540.000
ΚΡΙ-ΚΡΙ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΓΑΛΑΚΤΟΣ Α.Β.Ε.Ε. (ΚΟ)	6/8/2003	6,3	5.938.254
ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΙΜΕΝΟΣ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε. (ΚΟ)	8/8/2003	8,8	56.100.000
ΜΑΡΑΚ ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ Α.Β.Ε.Ε (ΚΟ)	14/10/2003	1,82	3.123.320
PROFILE Α.Ε.Β.Ε .ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ (ΚΟ)	29/10/2003	3,2	5.018.368

2004			
Εταιρία	Ημ. Εισαγωγής	Τιμή διάθεσης	Αντληθέντα κεφάλαια
ΡΕΒΟΙΛ Α.Ε.Ε.ΑΠ	7/1/2004	6,7	9.179.000
Ι.ΚΛΟΥΚΙΝΑΣ-Ι.ΛΑΠΠΑΣ ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΙΚΟΔΟΜΙΚΩΝ ΥΛΙΚΩΝ - ΜΗΧΑΝΗΜΑΤΩΝ Α.Ε	16/2/2004	8,5	11.688.180,00
SPRIDER Α.Ε	24/2/2004	3,2	25.732.640
ΙΛΥΔΑ ΑΕ	26/2/2004	4	3.200.000,00
ΕΛΙΝΟΙΑ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΠΕΤΡΕΛΑΙΩΝ Α.Ε	10/3/2004	6,8	16.023.282
ΙΝΤΡΑΜΕΤ ΜΕΤΑΛΛΙΚΕΣ & ΗΛΕΚΤΡΟΜΗΧΑΝΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ Α.Ε	15/3/2004	1,9	10.450.000,00
ΓΙΟΥΡΟΜΠΡΟΚΕΡΣ ΜΕΣΙΤΕΣ ΑΣΦΑΛΕΙΩΝ ΑΕ	8/4/2004	2,4	3.024.000,00
ΑΛΦΑ ΓΚΡΙΣΙΝ ΙΝΦΟΤΕΧ Α.Ε	20/4/2004	1,8	2.461.050,00
ΔΕΛΤΑ ΜΗΧΑΝΟΛΟΓΙΚΟΣ ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΣ ΚΑΙ ΟΛΟΚΛΗΡΩΜΕΝΑ ΕΡΓΑ ΑΒΕΤΕ	27/5/2004	9,78	6.112.500,00
GLOBAL ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΝΕΑΣ ΕΥΡΩΠΗΣ ΑΕΕΧ	8/10/2004	3,22	13.154.859,20

2005			
Εταιρία	Ημ. Εισαγωγής	Τιμή διάθεσης	Αντληθέντα κεφάλαια
ΣΙΔΗΡΕΜΠΟΡΙΚΗ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ ΣΙΔΜΑ ΑΕ	10/5/2005	5,3	13.250.000
ΔΙΟΛΚΟΣ ΑΕΕΧ	11/5/2005	1,95	1.365.000
ΕΒΙΚ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ, ΤΥΠΟΠΟΙΗΣΗΣ ΚΑΙ ΕΜΠΟΡΙΑΣ ΒΙΟΛΟΓΙΚΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ	27/5/2005	3,3	3.399.000
ΠΕΙΡΑΙΩΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ Α.Ε.Ε.Α.Π.	28/6/2005	2,12	26.446.152
ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΚΑΙ ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΗ ΔΙΤΡΟΧΩΝ ΚΑΙ ΜΗΧΑΝΩΝ ΘΑΛΑΣΣΗΣ ΑΕΕ με δ.τ.ΜΟΤΟΔΥΝΑΜΙΚΗ	30/6/2005	5,6	9.100.000
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΗΧΟΥ ΚΑΙ ΕΙΚΟΝΟΣ Α.Ε.	12/7/2005	2,4	10.800.000
ΠΡΟΤΟΝ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.	22/12/2005	5	17.500.000

2006			
Εταιρία	Ημ. Εισαγωγής	Τιμή διάθεσης	Αντληθέντα κεφάλαια
EUROBANK PROPERTIES ΑΕΕΑΠ	12/4/2006	15,6	113.725.029,60
ΤΑΧΥΔΡΟΜΙΚΟ ΤΑΜΙΕΥΤΗΡΙΟ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Τ.Ε.	5/6/2006	12,5	611.586.739

2007			
Εταιρία	Ημ. Εισαγωγής	Τιμή διάθεσης	Αντληθέντα κεφάλαια
ΚΟΡΡΕΣ Α.Ε. ΦΥΣΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ	12/4/2007	7,2	11.520.000
ΑΕΡΟΠΟΡΙΑ ΑΙΓΑΙΟΥ Α.Ε.Ε.	11/7/2007	7,6	135.237.416
ΤΕΡΝΑ ΕΝΕΡΓΕΙΑΚΗ ΑΒΕΤΕ	14/11/2007	11	330.638.675,40

2008			
Εταιρία	Ημ. Εισαγωγής	Τιμή διάθεσης	Αντληθέντα κεφάλαια
PASAL ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΙΑ ΑΝΑΠΤΥΞΕΩΣ ΑΚΙΝΗΤΩΝ Α.Ε.	4/1/2008	6	23.337.420

2009			
Εταιρία	Ημ. Εισαγωγής	Τιμή διάθεσης	Αντληθέντα κεφάλαια
MIG REAL ESTATE Α.Ε.Ε.Α.Π.	23/7/2009	4	10.000.000

